Fusions et acquisitions de sociétés

Le point sur la rentabilité

Abraham Tarasofsky
Ronald Corvari

Une étude préparée pour le
Conseil économique du Canada
1991

Le **Conseil économique du Canada** est un organisme consultatif indépendant dont le mandat lui enjoint de faire des études, donner des avis et dresser des rapports concernant une grande variété de questions rattachées au développement à moyen et à long termes de l'économie canadienne. Le Conseil est un établissement public composé d'un président, de deux directeurs et d'au plus vingt-cinq autres membres.

En tant que personne morale, le Conseil assume l'entière responsabilité du contenu de l'*Exposé annuel*, ainsi que de certains autres rapports qui sont clairement désignés comme étant des *rapports du Conseil*. Il publie aussi d'autres ouvrages dont le contenu est explicitement attribué à des auteurs particuliers plutôt qu'au Conseil lui-même. Ces ouvrages à nom d'auteur sont publiés dans l'une ou l'autre des collections suivantes : les *Monographies*, les *Comptes rendus de conférences* et les *Documents de travail*. Le Conseil établit une politique générale touchant ces textes, mais c'est au président qu'il incombe de prendre la décision finale de faire publier, sous les auspices du Conseil, des ouvrages dans ces trois collections.

Pour se prononcer sur la qualité et l'objectivité des ouvrages à nom d'auteur, le président est conseillé par les deux directeurs du Conseil. De plus, dans le cas des monographies, le président et les deux directeurs sollicitent l'avis de lecteurs extérieurs spécialisés, qui remettent un rapport confidentiel sur la qualité de ces textes. Le fait de publier un ouvrage à nom d'auteur ne signifie pas que le président ou les membres du Conseil souscrivent aux conclusions ou recommandations qu'il contient, mais plutôt que l'analyse est jugée d'une qualité suffisante pour être portée à l'attention du public.

92-04811/

Fusions et acquisitions de sociétés

Données de catalogage avant publication (Canada)

Tarasofsky, A

Fusions et acquisitions de sociétés : le point sur la rentabilité

Publ. aussi en anglais sous le titre : Corporate mergers and acquisitions.
Comprend des références bibliographiques.
ISBN 0-660-93280-6
N° de cat. MAS EC22-173/1991F

1. Entreprises – Fusion – Canada.
2. Entreprises – Redressement – Canada.
I. Corvari, Ronald. II. Conseil économique du Canada.
III. Titre.

HD2746.5T3714 1991 338.8'30971 C91-098589-8

ABRAHAM TARASOFSKY
RONALD CORVARI

Fusions et acquisitions de sociétés

Le point sur la rentabilité

Les résultats de cette étude demeurent l'entière responsabilité des auteurs et, en tant que tels, n'ont pas reçu l'adhésion des membres du Conseil économique du Canada.

© Ministre des Approvisionnements et Services Canada 1991

En vente au Canada par l'entremise des

Librairies associées
et autres libraires

ou par la poste auprès du

Groupe Communication Canada – Édition
Ottawa, Canada K1A 0S9

N° de catalogue EC22-173/1991F
ISBN 0-660-93280-6

Table des matières

Remerciements vii

Avant-propos ix

Résumé xi

1 Introduction 1
La vague actuelle de prises de contrôle dans un cadre plus global 1
La prise de contrôle comme moyen de répartition des ressources : deux points de vue opposés 2
La relation avec le passé 3
Consommation du mariage de sociétés 3
Deux mesures de la rentabilité 3
Les acquisitions partielles et les raisons pour lesquelles elles se produisent 4

2 Les prises de contrôle : tendances en Amérique du Nord 7
Aux États-Unis 7
Au Canada 10

3 Les multiples facettes des prises de contrôle de sociétés 13
Le paradoxe de l'acquisition 13
Les éléments déterminants des acquisitions 14
Éléments réels 14
Éléments spéculatifs 15
Éléments de gestion 18
Le dénominateur commun 19

4 La mesure de la rentabilité : deux méthodes 21
L'approche fondée sur l'organisation industrielle 21
Aux États-Unis 21
Au Royaume-Uni et en Europe de l'Ouest 23
L'approche fondée sur l'économie financière 24
Aux États-Unis 24
Au Canada 24
Quelques réserves d'ordre conceptuel et une analyse rétrospective plus étendue 24

5 Nouvelles recherches canadiennes 27
Acquisitions partielles de sociétés cotées en bourse 27
L'échantillon, les mesures de la performance et les groupes témoins 29
L'échantillon 29
Les mesures de la performance 29
Les groupes témoins 30

Les conclusions 31
Des lendemains qui ne chantent pas 35
Facteurs plus généraux tenant aux structures canadiennes 38

6 Conclusion : un programme de recherche 41
Perte d'information 41
Administration des sociétés et dispositifs de protection contre les prises de contrôle 41
Effets de redistribution des prises de contrôle 42
Effets des prises de contrôle sur la R-D 42
Prises de contrôle opérées par les conglomérats 42
Impôts et prises de contrôle 42
Prises de contrôle et concentration de l'industrie canadienne 42

Appendice A 45

Notes 47

Liste des tableaux et des graphiques 49

Bibliographie 51

Remerciements

Nous tenons à remercier les personnes suivantes pour leurs précieux commentaires et leur aide pratique : A. Asimakopulos, J. R. Baldwin, T. Gigantes, P. K. Gorecki, R. Hirshhorn, D. Ireland, R. A. Jenness, V. M. Jog, R. S. Khemani, S. McKay, K. S. Palda, J. Sargent, H. Schaller, G. Sharwood, N. Swan et V. Whitehead; ainsi que L. Filion, qui n'a pas ménagé ses efforts pour faire les calculs sur ordinateur.

Avant-propos

La prise de contrôle d'une société – c'est-à-dire l'acquisition par une société d'une participation majoritaire dans les actions d'une autre société – a commencé à être un phénomène important au début du siècle, à un moment où l'entreprise est devenue la forme dominante de l'organisation commerciale. Elle a toujours attiré l'attention – surtout durant les phases ascendantes de son cycle périodique – non seulement des analystes et des législateurs, mais aussi du public en général. Jamais auparavant, toutefois, le récit des faits réels rattachés à une prise de contrôle n'aurait pu faire l'objet d'un best-seller [voir Burrough et Helyar, 1989]. Cela ne peut pas s'expliquer uniquement par la taille gigantesque de RJR Nabisco et la notoriété des « obligations de pacotille » aux consonances exotiques. Il y a une raison plus profonde, et c'est le fait qu'on reconnaît partout, quoique encore plus ou moins vaguement, que les fondements mêmes de l'ordre économique mondial sont en train de changer, que le processus est susceptible de durer indéfiniment et qu'il va probablement falloir revoir les structures et les politiques traditionnelles.

Le débat tourne en grande partie autour de la question de la grosseur des sociétés. Est-ce que la grosseur est un élément concomitant essentiel à l'efficacité et à la compétitivité, auquel cas il faut s'en féliciter et l'encourager ? Ou est-ce qu'elle est un signe de sclérose et de lourdeur, auquel cas il faut envisager une solution très différente ? Comme les entreprises qui deviennent grosses croissent en général en acquérant d'autres entreprises, la question de l'efficacité économique des prises de contrôle vient tout de suite au premier plan. La présente étude aborde un aspect important de cette question : Est-ce que les prises de contrôle font que les actifs acquis sont exploités de façon plus rentable qu'avant ?

Cette question semble simple de prime abord, mais il n'est pas facile d'y répondre. D'abord, c'est quand les entreprises acquises conservent leur identité propre qu'il est le plus facile de suivre l'évolution de leur performance après l'acquisition. Or, c'est le cas d'une minorité seulement. Il est par contre beaucoup plus difficile et plus risqué de suivre l'évolution de la performance post-acquisition des entreprises acquises qui ont perdu leur identité. Une autre série de difficultés réside dans le fait que, selon le cas, ou les actions des deux entreprises engagées dans une opération de prise de contrôle sont des actions émises dans le public, ou les actions de l'une seulement sont émises dans le public, ou bien encore ni les actions de l'une ni celles de l'autre ne sont émises dans le public. Ainsi, l'analyste ne peut pas toujours utiliser en même temps des mesures comptables de la rentabilité et des mesures boursières de la rentabilité : le plus souvent, il n'existe que des mesures comptables. Cela n'est pas sans importance. Il y a des différences substantielles entre les deux types de mesures, ainsi qu'entre les diverses méthodes servant à les élaborer. Ces différences expliquent dans une large mesure les opinions diamétralement opposées concernant l'effet des prises de contrôle sur la richesse des actionnaires, chacune de ces opinions étant habituellement fondée sur un seul genre de mesures. Par exemple, les jugements fondés sur les mesures boursières sont en général plus favorables que ceux qui reposent sur les mesures comptables.

La présente étude est l'une des rares qui reposent sur les deux types de mesures; en effet, on y évalue au moyen d'une méthode commune la performance de quelque 100

entreprises canadiennes acquises. La principale conclusion qui se dégage de l'étude, c'est que la prise de contrôle, comme forme de croissance de l'entreprise au Canada, n'améliore pas la rentabilité globale des actifs acquis : elle tend à la laisser inchangée. L'auteur conclut aussi que si la période analysée en rétrospective est suffisamment longue, des évaluations de la rentabilité d'une prise de contrôle qui sont manifestement différentes selon qu'on utilise des valeurs boursières ou des valeurs comptables tendent à converger vers la mesure défavorable. Par ailleurs, un autre résultat important, les entreprises dont le rendement est toujours inférieur à la moyenne de l'industrie sont beaucoup plus susceptibles de faire l'objet d'une prise de contrôle que celles qui sont plus rentables. Enfin, même s'il est toujours difficile d'améliorer la rentabilité d'une entreprise acquise, les difficultés semblent moins insurmontables quand l'entreprise a un rendement inférieur à la moyenne.

La rentabilité n'est qu'un des critères dont on peut se servir pour déterminer les effets économiques des prises de contrôle. Aussi, l'auteur propose pour conclure un programme de recherche visant à faire fond sur les résultats qu'il a obtenus pour déterminer d'autres critères et d'autres effets et aussi pour illustrer leurs répercussions sur les politiques à mettre en œuvre.

Abe Tarasofsky est économiste principal au Conseil économique du Canada. Il a publié notamment des études sur la comptabilité des effets de l'inflation, l'aide de l'État à l'innovation industrielle et les entreprises d'État. Ron Corvari fait partie du personnel de recherche du Conseil.

Judith Maxwell
Présidente

Résumé

Introduction

La prise de contrôle d'une société – opération par laquelle une société acquiert une participation majoritaire dans les actions d'une autre société – est l'un des phénomènes économiques les plus marquants observés en Amérique du Nord et en Europe de l'Ouest depuis le début des années 80. Bien que la prise de contrôle soit loin d'être un phénomène nouveau (et qu'elle ait toujours attiré l'attention des analystes), le volume et la valeur monétaire des prises de contrôle ont généralement fluctué ensemble et de façon cyclique. L'intérêt qu'elles ont suscité dans le public et chez les législateurs a eu tendance à fluctuer lui aussi. Ainsi, il est vif en ce moment parce que la vague actuelle de prises de contrôle est sans précédent en valeur monétaire, et probablement aussi en volume. Il coïncide aussi avec une vague de progrès technologiques tout aussi remarquables et avec l'élimination des barrières au commerce international, qui ensemble sont en train de transformer l'ordre économique mondial. (La fascination exercée par la vague actuelle tient aussi au fait que les entreprises recourent énormément au financement par emprunt pour acquérir d'autres entreprises; aux États-Unis, en particulier, on recourt beaucoup à cet instrument financier bien précis que sont les « obligations de pacotille ».)

L'apparition d'une nouvelle structure mondiale de la distribution de la richesse très différente des précédentes a naturellement provoqué un débat quant au genre d'entreprises les plus susceptibles de survivre et de prospérer dans ce nouveau cadre. Selon une école de pensée, seules les grandes entreprises, en particulier les entreprises multidivisionnelles diversifiées, peuvent relever le défi. Elles seules peuvent générer les ressources nécessaires pour effectuer la R-D coûteuse et risquée nécessaire et pour réagir rapidement et efficacement à l'évolution de la conjoncture. Comme les acquisitions d'autres entreprises jouent habituellement un rôle important dans l'histoire de ces entreprises, cela voudrait dire que les prises de contrôle jouent un rôle social positif. Cette hypothèse est manifestement confirmée par l'existence d'un « marché du contrôle des sociétés ».

Les analystes qui adoptent l'approche de l'économie financière cherchent à montrer que les prises de contrôle, dans l'ensemble, accroissent la richesse. Selon ce modèle, des groupes de directeurs rivalisent les uns avec les autres pour avoir la responsabilité de gérer les actifs des actionnaires. Toute équipe de gestion en poste qui ne s'acquitte pas de cette responsabilité de façon adéquate doit s'attendre à être remplacée, à l'occasion d'une prise de contrôle, par une autre équipe qui doit par la suite mieux réussir à maximiser la richesse des actionnaires si elle ne veut pas connaître le même sort.

Ce point de vue optimiste de la prise de contrôle ne fait pas, et n'a jamais fait, l'unanimité. Les analystes qui appliquent la méthode plus ancienne de l'organisation industrielle rejettent sans équivoque l'idée que les prises de contrôle accroissent de façon générale la richesse de la société en transférant les actifs de sociétés de mains moins efficaces à des mains plus efficaces. Il y a longtemps, des théoriciens ont prétendu que les différences fonctionnelles entre les gens qui possèdent des sociétés – les actionnaires – et ceux qui

administrent les sociétés – les directeurs – supposent implicitement que ces personnes aient aussi des objectifs divergents. Par conséquent, la maximisation du profit recherchée par les actionnaires s'accompagne souvent d'autres objectifs de gestion, et elle est subordonnée, probablement assez nettement, à ceux-ci; c'est là une situation plus susceptible de se présenter dans les grandes entreprises à grand nombre d'actionnaires. Elle pourrait conduire à des activités, comme l'acquisition d'autres entreprises, qui visent davantage à servir les intérêts des directeurs que ceux des actionnaires.

L'analyse de ces points de vue opposés sur la rentabilité des prises de contrôle est rendue plus difficile non seulement par l'existence de différences importantes entre les méthodes, mais aussi par le fait que chaque méthode repose sur un type différent de données. Ainsi, l'évaluation fondée sur l'approche de l'économie financière repose entièrement sur des données boursières, tandis que l'évaluation suivant la méthode de l'organisation industrielle s'appuie, presque invariablement, uniquement sur des données comptables.

La présente étude s'inscrit essentiellement dans la tradition méthodologique de l'approche de l'organisation industrielle. Elle tente de faire progresser le débat sur ce qui s'est passé au Canada au cours de la période de 21 ans comprise entre 1963 et 1983 en utilisant les deux types de données. On y considère uniquement les entreprises canadiennes acquises dont la performance pré et post-acquisition est mesurée à la fois par des données comptables et par des données boursières, c'est-à-dire uniquement les entreprises acquises qui avaient des actions émises dans le public après, aussi bien qu'avant, l'acquisition.

Les prises de contrôle : tendances en Amérique du Nord

S'il n'est pas facile de dégager des tendances générales dans le temps qui caractérisent les prises de contrôle dans quelque pays que ce soit, il est encore moins facile de cerner les facteurs macroéconomiques qui influent systématiquement sur elles. Cela est attribuable en partie au manque de données sur le sujet, mais aussi – problème plus grave encore – à l'inexistence d'un cadre conceptuel adéquat pour analyser les facteurs qui déterminent le niveau d'activité en matière de prises de contrôle et la valeur monétaire de celles-ci. Les meilleures données qui peuvent être obtenues concernent les États-Unis; elles montrent clairement que le niveau et la valeur monétaire de l'activité d'acquisition suivent un mouvement cyclique très marqué. Une tendance analogue se dégage aussi des données canadiennes qui sont beaucoup moins complètes.

Relativement peu d'auteurs ont essayé d'expliquer les variations dans le niveau global et la valeur totale des acquisitions. Les études qui ont été faites dans ce domaine concernent aussi les États-Unis : leurs résultats sont décevants et ne concordent pas toujours. Certains prétendent qu'il faut analyser le phénomène des prises de contrôle en tenant compte de l'interaction des marchés financier et industriel, tandis que d'autres recommandent d'utiliser uniquement un certain nombre de marchés industriels. Seulement deux variables macroéconomiques paraissent, dans toutes les études, influer systématiquement sur l'activité globale de prise de contrôle : le produit national brut (PNB) et le cours des valeurs mobilières.

Les multiples facettes des prises de contrôle de sociétés

Il y a beaucoup de considérations liées au marché réel, au marché financier et à la gestion, lesquelles se chevauchent souvent d'ailleurs, qui peuvent raisonnablement pousser

une entreprise à prendre de l'expansion en acquérant les actifs et les installations d'une autre entreprise pour combler ses besoins plutôt qu'en achetant les actifs de ses fournisseurs et en construisant des installations à partir de zéro. Même si les facteurs du marché réel varient, ces considérations s'appliquent la plupart du temps tout autant aux acquisitions horizontales qu'aux acquisitions verticales ou aux acquisitions aboutissant à un conglomérat. Elles expliquent collectivement comment il peut arriver qu'une entreprise ait davantage de valeur aux yeux d'une autre entreprise que pour ses propres actionnaires.

Aussi nombreuses et variées qu'elles puissent être, ces considérations se ramènent toutefois à une seule et même motivation commune, à savoir : Est-ce que les actifs acquis sont plus rentables qu'avant ? C'est un critère important pour juger en rétrospective de l'efficacité économique de l'opération (mais ce n'est sûrement pas le seul).

La mesure de la rentabilité : deux méthodes

Beaucoup de recherches ont été faites jusqu'ici sur la rentabilité des prises de contrôle, et l'on constate que l'évaluation tend (au moins au premier aspect) à dépendre en grande partie de la méthode et du type de données utilisés. En supposant que le cours des actions reflète immédiatement et entièrement tous les renseignements pertinents diffusés dans le public, les analystes de l'école de l'économie financière utilisent un modèle d'établissement du cours des actions pour discerner la réaction du marché boursier à l'annonce publique de la prise de contrôle. Ils trouvent en général (et cela n'est pas surprenant) que l'opération profite aux actionnaires des entreprises acquises. Par contre, la position de cette école est moins claire au sujet de l'effet sur les actionnaires des entreprises acheteuses. Selon cette école, les actionnaires des entreprises acheteuses se retrouvent en général dans une situation qui n'est pas meilleure qu'avant, voire peut-être un peu moins bonne : plus on s'éloigne de la date de l'annonce de l'acquisition, plus l'effet est négatif. Dans l'ensemble, toutefois, l'effet global de l'événement sur la richesse des actionnaires devrait être positif.

Essentiellement, les tenants de la méthode de l'organisation industrielle comparent, en se servant de données comptables relatives à des périodes plus ou moins longues, les performances pré et post-acquisition des entreprises concernées dans des prises de contrôle. De nombreuses études portant sur des intervalles de comparaison de durées différentes et utilisant différentes mesures de la performance ont été faites dans divers pays pour des périodes différentes. Elles concluent toutes, sans exception, que les actifs acquis sont moins rentables après qu'avant leur acquisition ou, au mieux, que leur rentabilité reste inchangée.

On observe que la réaction du marché boursier a tendance à devenir moins favorable à mesure que le temps s'écoule après l'acquisition, ce qui donne à penser que les points de vue des deux écoles, qui avaient d'abord paru très divergents, ne le sont peut-être pas tant. Des résultats analogues ressortent d'une étude à grande échelle effectuée par Mueller [1980] dans sept pays européens; Mueller fait partie de l'école de l'organisation industrielle, mais utilise à la fois des données boursières et des données comptables.

Nouvelles recherches canadiennes

Ces résultats encourageants sont renforcés par les nouvelles données sur le Canada dont il est fait état dans la présente étude, et que nous avons obtenues en utilisant et en complétant

les résultats d'une étude de Jog et Riding [1988]. Cette dernière étude est une autre des très rares études qui utilisent à la fois des données boursières et des données comptables. Du point de vue méthodologique, elle s'inscrit dans la même tradition que l'étude de Mueller, mais son analyse va beaucoup plus loin que la plupart des études de ce type. Elle est aussi assez particulière en ce sens qu'elle tient compte explicitement des risques relatifs pour mesurer la rentabilité relative, tout comme le font (à leur façon) les études qui reposent sur la méthode de l'économie financière.

Le principal résultat de la présente étude est que les prises de contrôle enregistrées au Canada n'améliorent pas plus la rentabilité des actifs des sociétés que les prises de contrôle enregistrées dans les autres pays. Dans quatre prises de contrôle sur dix environ, les profits moyens ont augmenté, mais dans quatre prises de contrôle sur dix environ aussi, les profits ont diminué. (Dans les deux autres prises de contrôle sur dix qui restent, les profits moyens n'ont pas changé.) Collectivement, les 100 et quelques entreprises acquises qui sont étudiées affichent les mêmes profits moyens. La proportion de 2/2/1 s'applique aussi bien aux prises de contrôle dans lesquelles l'entreprise acheteuse appartient à des Canadiens qu'aux prises de contrôle dans lesquelles l'entreprise acheteuse appartient à des étrangers. Elle s'applique aussi aux prises de contrôle tant horizontales que non horizontales.

Quoique très peu favorables à la prise de contrôle comme moyen de répartition, ces résultats semblent moins défavorables que les résultats correspondants pour les États-Unis (et pour les autres pays). Cela s'explique peut-être par le fait que les actions des grandes sociétés canadiennes sont en général réparties entre un moins grand nombre d'actionnaires que les actions des grandes sociétés américaines, avec le résultat qu'il y aurait proportionnellement moins de risques de faire de mauvaises acquisitions par imprudence au Canada qu'aux États-Unis.

Nous avons aussi comparé le rendement des entreprises acquises avant leur acquisition avec celui des autres entreprises de l'industrie. Nous désignerons par « gagnants » les entreprises acquises qui avaient un rendement supérieur à celui des autres entreprises, par « perdants » celles qui avaient un rendement inférieur et par « entreprises à performance moyenne » celles dont le rendement était égal à celui des autres entreprises. Cette façon de classer les entreprises vise deux objectifs. D'abord, déterminer la catégorie qualitative à laquelle chaque entreprise acquise appartenait précédemment, ce qui est un exercice utile en soi. Ensuite, comparer la performance pré et post-acquisition des entreprises de chaque catégorie. Nous avons trouvé qu'à peu près 40 % des entreprises acquises étaient des perdants, qu'à peu près 40 % avaient une performance moyenne et qu'à peu près 20 % étaient des gagnants. Cela donne à penser que les entreprises qui réussissent moins bien ou qui sont ternes sont plus susceptibles de faire l'objet d'une prise de contrôle que les entreprises prospères.

Les résultats de la comparaison des performances pré et post-acquisition sont particulièrement intéressants. Bien plus de la moitié des perdants améliorent leur performance après leur acquisition, comparativement à seulement un tiers des entreprises à performance moyenne et à un quart des gagnants. Des entreprises qui ont vu leur performance s'améliorer, encore une fois, largement plus de la moitié étaient des perdants. Le tiers seulement étaient des entreprises à performance moyenne et à peine 10 % étaient des gagnants. Cela laisse entendre, à première vue, que bien qu'il ne soit jamais facile d'améliorer le rendement d'une entreprise acquise, il est moins difficile de faire des miracles dans ce domaine que dans d'autres.

Seules des études de cas permettraient d'expliquer cet état de fait, mais ce genre d'études n'entre pas dans le cadre de la présente analyse. Nous glisserons toutefois un mot brièvement sur les nombreux problèmes organisationnels que posent les prises de contrôle, en particulier la difficulté de s'assurer à nouveau la collaboration des gestionnaires et du personnel subsistants de l'entreprise acquise. Si l'on fait l'hypothèse que plus ces gens voient la prise de contrôle d'un bon œil, moins ils hésiteront à s'engager pour en faire un succès, on peut penser qu'on aura beaucoup plus de chances d'obtenir une attitude convenable chez les employés des perdants d'avant que chez les employés des gagnants ou des entreprises à performance moyenne d'avant. La plupart des employés des perdants savent que l'ancien ordre fonctionnait mal, que des changements majeurs sont nécessaires et qu'ils auraient lieu de toute manière d'une façon ou d'une autre.

Conclusion : un programme de recherche

Pour avoir une bonne idée de l'incidence des prises de contrôle sur les politiques, il faudrait en étudier d'autres aspects que leur seule rentabilité. Nous concluons l'étude en énumérant plusieurs des domaines où des recherches pourraient être faites. Ils vont des effets de redistribution des prises de contrôle et des effets des prises de contrôle sur la R-D aux effets des prises de contrôle sur le degré de concentration et de compétitivité des industries canadiennes.

1 Introduction

La vague actuelle de prises de contrôle dans un cadre plus global

La prise de contrôle[1] d'une société – ou l'acquisition d'une société par une autre – est chose courante depuis la fin du XIX[e] siècle, soit depuis que les sociétés à responsabilité limitée sont devenues la forme dominante de l'entreprise commerciale. Mais, comme on le verra au chapitre 2, c'est aussi un phénomène très cyclique, et l'intérêt qu'on y accorde tend à augmenter ou à diminuer dans le même sens que les cycles périodiques. Depuis quelques années, le Canada, les États-Unis, le Royaume-Uni et l'Europe de l'Ouest connaissent tous un cycle de prises de contrôle qui égale déjà – s'il ne le dépasse pas – le plus fort (tant en termes de niveau d'activité que de dépenses totales) des cycles précédents. Parallèlement, le public s'y est intéressé comme jamais auparavant.

Ce cycle ne se produit pas plus en vase clos que les cycles précédents, mais on est encore loin de connaître les forces sous-jacentes en présence. Nous soulignerons au chapitre 2 à quel point il est difficile de voir si (et comment) les facteurs macroéconomiques ont influé sur les cycles qui ont reçu le plus d'attention de la part des analystes – c'est-à-dire aux États-Unis –, et nous verrons combien il est difficile de mettre le doigt sur les éléments qui déterminent le niveau global de l'activité d'acquisition. (Heureusement, comme le prouve la présente étude, il est plus facile d'analyser les *effets* des acquisitions, ou au moins certains d'entre eux.) De ce fait, il est très important de ne pas tirer de conclusions prématurées au sujet du cycle actuel, d'autant plus qu'il n'est pas encore terminé et qu'il faut laisser passer un certain temps après la fin d'un cycle pour pouvoir l'analyser. Une autre raison qui doit nous exhorter à la prudence est une particularité de ce cycle qui était beaucoup moins marquée dans les cycles précédents, à savoir l'« achat par endettement » – au moyen duquel l'acquisition est financée presque entièrement par emprunt – et le « rachat adossé » – au moyen duquel les directeurs acquièrent une participation majoritaire dans leur propre entreprise, aussi presque entièrement par des emprunts. Reste à voir si cela fait une différence et, auquel cas, dans quelle mesure.

Cela dit, il n'y a pas de doute que la conjoncture économique globale dans laquelle évolue le cycle actuel change très rapidement, et probablement plus rapidement qu'avant. Les barrières au commerce international tombent progressivement entre les partenaires commerciaux continentaux, comme les pays membres du Marché commun européen, les États-Unis et le Canada, à mesure que des accords à cette fin sont mis en œuvre. De nouveaux blocs commerciaux très puissants, comme celui que forment les pays du Pacifique, surgissent, tandis que des blocs existants, comme le Comecon, ont commencé à se désintégrer. Les nouveaux blocs menacent l'hégémonie des pays occidentaux dans bon nombre des secteurs où ces derniers dominent traditionnellement, et même si pour l'instant on ne peut pas attendre beaucoup des blocs en désintégration, la fluidité du cadre politique environnant – pour ne pas parler du cadre économique – pourrait décourager pour un certain temps tous ceux qui ont l'esprit d'initiative, même les plus intrépides.

Les progrès technologiques ont aussi été rapides et profondément déstabilisateurs. Sous ses nombreuses formes, la technologie de traitement de l'information par ordinateur – pour ne citer que cet exemple – est en train de transformer les méthodes de production. Au niveau administratif, la tenue de livres est de plus en plus immédiate, tout comme le transfert d'un continent à l'autre de milliards de dollars. Le taux de progrès (et son corollaire, le taux d'obsolescence) est si débridé et les risques techniques et financiers associés sont si énormes que les entreprises de différents pays, y compris des rivales de longue date, ont commencé à unir leurs forces avec l'aide financière de leurs gouvernements. Elles forment des consortiums technologiques ou d'autres genres de « partenariat stratégique » pour entreprendre en commun des projets de R-D très coûteux et très risqués et partager les fruits de leurs investissements.

Au niveau organisationnel, les formes classiques de collaboration entre les entreprises, comme les projets en coparticipation de concurrents internationaux, sont devenues de plus en plus importantes en fonction du nombre d'industries et de pays mais aussi du volume de ressources. Là encore, on retrouve les mêmes forces agissantes, les mêmes enjeux et les mêmes risques.

La prise de contrôle comme moyen de répartition des ressources : deux points de vue opposés

De plus en plus fréquemment et avec de plus en plus d'insistance (au moins dans le monde occidental industrialisé), on entend dire que la conjoncture économique mondiale – à laquelle les pays doivent s'intégrer rapidement, faute de quoi ils risquent de rester sur la touche – pose des défis que les théories et les institutions classiques peuvent difficilement relever parce qu'elles sont mal équipées pour le faire. Sur le plan idéologique, ce qui, depuis des générations, sous-tend la politique en matière de concurrence, au Canada et aux États-Unis, c'est entre autres la notion selon laquelle les entreprises servent d'autant mieux la société quand elles sont nombreuses à s'affronter sur le marché. Sur le plan institutionnel, la formule idéale est la société mono-industrielle indépendante.

Cette dernière formule n'est d'ailleurs pas une nouveauté. Depuis les années 50, et surtout à la suite des travaux de Chandler [1962], on prétend que l'entreprise traditionnelle qui produit un seul produit (ou, au maximum, un petit nombre de versions essentiellement analogues d'un même produit) doit à un moment ou un autre faire un choix difficile : arrêter de croître et perdre des parts de marché, ou se transformer structurellement. En tentant de passer outre à cette nécessité et de continuer de fonctionner comme si de rien n'était, l'entreprise risque, avant longtemps, de se scléroser et de voir s'effriter sa part de marché. Le fondement de ce diagnostic et le remède à employer, l'entreprise diversifiée multidivisionnelle, c'est-à-dire la « firme en M », sont expliqués dans le chapitre 3. Parmi les actions recommandées, citons l'acquisition d'autres entreprises, soit au début de la transformation, soit plus tard, dans le but premier de réduire les risques. Cela contribue à ajouter une nouvelle catégorie, axée sur la diversification, aux deux catégories bien connues, la concentration horizontale et la concentration verticale.

Par ailleurs, un autre aspect de la prise de contrôle divise les théoriciens en deux camps opposés. Il s'agit de la séparation du contrôle administratif (représenté par les cadres) de la propriété (représentée par les actionnaires), qui est un trait caractéristique dominant de la société comme forme organisationnelle, en particulier dans les grandes sociétés. Cette question avait déjà été abordée par Adam Smith et, plus récemment, par Berle et Means [1932]. D'un point de vue, cette division est considérée comme une source de difficultés en soi, parce qu'elle permet aux cadres de devenir prospères de différentes façons, notamment par l'acquisition d'autres entreprises, au détriment non seulement des actionnaires, mais aussi – à cause des inefficacités inhérentes – de la société. Le fait que les actions de la plupart des grandes sociétés appartiennent à un grand nombre d'actionnaires rend le problème effectivement difficile à résoudre, étant donné les difficultés d'ordre pratique que des actionnaires dispersés doivent surmonter pour se rencontrer dans le but de protéger leurs intérêts.

Alors que ces théoriciens voient dans la séparation du contrôle administratif de la propriété un problème inhérent réellement insoluble qui, selon eux, diminue l'utilité de la société comme forme organisationnelle, un autre groupe de théoriciens (voir Manne [1965] par exemple), voit ce phénomène d'un œil beaucoup plus positif. Ils font valoir l'idée que posséder des actions de société équivaut à posséder des droits de propriété transférables. Les actionnaires peuvent donc vendre leurs actions à d'autres équipes de gestionnaires concurrentes toutes les fois que l'équipe en poste ne leur donne pas satisfaction. En effet, les marchés boursiers donnent accès aux actionnaires à ce qu'on appelle le « marché du contrôle des sociétés », les dotant ainsi d'un mécanisme potentiellement puissant pour punir les gestionnaires dévoyés ou inadéquats. Selon ce raisonnement, c'est précisément parce que les directeurs sont profondément conscients de cette mesure disciplinaire qu'ils ont eu tendance, de tout temps, à ne pas être trop opportunistes, et à préserver ainsi – en plus de leurs emplois et de leurs avantages – la viabilité de la société comme forme organisationnelle.

Vue sous cet angle, la prise de contrôle est un événement bénéfique. Même si son caractère bénéfique peut être amoindri dans certains cas, ce n'est sûrement pas à cause de la possibilité que les directeurs y recourent pour construire un empire qui ne servirait pas autant les intérêts des actionnaires que leurs propres intérêts. En fait, selon ce point de vue, la prise de contrôle est tellement bénéfique pour la société que, même s'il peut constituer une menace pour les actionnaires en titre, le volume sans précédent des prises de contrôle qu'on observe actuellement – en particulier les achats par endettement et les rachats adossés – doit être bien accueilli et encouragé. Écrivant à propos de la vague actuelle de prises de contrôle aux États-Unis, Jensen [1989], un des principaux chefs de file de cette école de pensée, s'exprime en ces termes :

> En corrigeant la principale faiblesse de la . . . société – à savoir le conflit entre les propriétaires et les directeurs au sujet du contrôle et de l'utilisation des ressources de la société – ces nouvelles organisations améliorent considérablement leur fonctionnement, la productivité de leurs employés et la valeur de leurs actions. À long terme, elles amélioreront la performance économique des États-Unis par rapport à celle de notre plus gros concurrent international, le Japon . . . [p. 62].

Cette évaluation réjouissante est entièrement rejetée par d'autres analystes américains, tels Adams et Brock [1988] :

> La frénésie de fusions actuelle a de toute évidence atteint un niveau tel qu'on ne peut plus la contrôler. Des mégasociétés valant des milliards de dollars errent dans la jungle darwinienne en cherchant à faire des acquisitions désordonnées ou à fusionner avec une autre société. En général, ces groupements sont improductifs au mieux et contre-productifs au pire. Il est rare qu'ils favorisent l'efficacité, qu'ils améliorent la compétitivité internationale ou qu'ils stimulent les percées technologiques. Ils ne mènent ni à la création de valeurs *réelles*, ni à la construction de *nouvelles* usines, ni au développement de *nouveaux* produits ou de *nouveaux* procédés, ni encore à l'emploi de *nouveaux* travailleurs . . . [p. 372, termes soulignés dans le texte].

La relation avec le passé

Il ne faudrait pas laisser les termes sans équivoque dans lesquels sont exprimées ces deux opinions opposées sur le cycle de prises de contrôle actuel nous faire oublier qu'elles reposent toutes les deux sur des données recueillies principalement, sinon totalement, sur les cycles précédents. Non seulement cela était inévitable, parce qu'il ne s'est pas passé suffisamment de temps pour inclure les derniers cycles, mais il n'y a probablement aussi rien à redire à cela. Une des caractéristiques intéressantes des données sur la rentabilité des acquisitions présentées au chapitre 4 est la concordance des résultats des différentes études effectuées par la même école méthodologique à des époques différentes sur des ensembles d'acquisitions ayant eu lieu sur des intervalles de temps différents. Par conséquent, à moins que les achats par endettement et les rachats adossés des dernières années fassent une grosse différence, nous sommes raisonnablement persuadés que les résultats de notre analyse du rendement d'un ensemble de prises de contrôle survenues au Canada entre 1963 et 1983 donnent une idée assez fidèle des résultats auxquels aboutiront les recherches futures sur la vague de fusions actuelle. Au moins dans ce domaine, le passé semble préfigurer l'avenir.

Consommation du mariage de sociétés

Même si la question à laquelle nous nous intéressons principalement dans la présente étude – à savoir si les entreprises acquises sont plus rentables après leur acquisition – est tout ce qu'il y a de plus simple, il n'est pas facile d'y répondre, et ce, pour plusieurs raisons. Certaines d'entre elles ont à voir avec la définition et la mesure de la rentabilité : nous en parlerons aux chapitres 4 et 5. D'autres sont attribuables à la diversité des façons dont une entreprise peut concrétiser sur le plan organisationnel son union avec l'autre entreprise, elles sont au nombre de quatre : 1) après que l'entreprise A a acquis l'entreprise B, leurs opérations respectives sont combinées dans l'entreprise A, et l'entreprise B disparaît; 2) l'entreprise A disparaît, tandis que l'entreprise B subsiste; 3) les deux entreprises disparaissent, et une nouvelle entreprise, l'entreprise C, voit le jour; 4) les deux entreprises continuent de fonctionner comme des entités distinctes. Pour l'analyste qui cherche à étudier la performance post-acquisition des actifs des entreprises acquises, les catégories 1 à 3 représentent des variantes de la même situation, mais la catégorie 4, qui est justement le genre d'acquisition examiné dans la présente étude, est distincte. Dans le cas des trois premiers types, la procédure habituelle consiste à intégrer en une seule les performances de chaque entreprise avant l'acquisition en fonction de poids qui reflètent leur taille relative. On obtient ainsi une mesure qu'on peut comparer à la mesure de la performance post-acquisition de la nouvelle entité combinée. Cela n'est pas nécessaire dans le cas de la catégorie 4, vu que la performance de l'entreprise acquise reste tout le temps distincte de celle de l'entreprise acheteuse, ce qui facilite la tâche de l'analyste et lui permet, parfois, d'utiliser deux séries de données au lieu d'une seule.

Deux mesures de la rentabilité

Toute société produit, au moins une fois par année, un résumé des résultats de ses activités sous forme d'un état des résultats et d'un bilan; toutefois, seules les sociétés dont les actions sont cotées en bourse (c'est-à-dire sur les marchés boursiers) fournissent une indication supplémentaire de ces résultats sous forme d'un relevé de l'évolution du cours de leurs actions. Pour une période donnée, les taux de rendement obtenus par les actionnaires, par exemple, ne concorderont vraisemblablement pas sur les deux types de relevés. Cet écart n'est pas seulement attribuable au fait que les états sont présentés de façon différente, mais aussi au fait que les états financiers donnent une image intrinsèquement rétrospective, tandis que les cours des actions à la bourse reflètent des prévisions collectives de ce que l'avenir pourrait être. Bien qu'ils soient *ex ante* et spéculatifs, les prix des actions à la bourse représentent néanmoins des valeurs de réalisation; ce qu'on ne peut absolument pas dire des valeurs comptables des actions, tout *ex post* qu'elles soient.

Il ne s'agit pas ici d'observer le même processus à travers différentes lentilles, mais davantage d'observer deux processus différents – bien que non sans rapport l'un avec l'autre – à travers différentes lentilles. Il faut donc s'attendre

que deux observateurs regardant chacun le rendement de la même entreprise ouverte au cours du même intervalle de temps (un an, par exemple), mais à travers une seule lentille, en dégageront un tableau différent. Il y a aussi lieu de croire que, si ces deux mêmes observateurs continuent de suivre les événements à travers différentes lentilles sur une période beaucoup plus longue, leurs conclusions convergeront. En soi, cela ne nous renseigne en rien sur les fluctuations entre les hauts et les bas respectifs des deux tableaux, qui pourraient facilement diverger, aussi bien en direction qu'en amplitude. Voilà une considération importante, parce que, comme nous le verrons en temps utile, ces fluctuations sont elles-mêmes des éléments importants dans l'évaluation de la rentabilité.

En conséquence, même s'il n'est pas faux de dire que ces deux lentilles sont deux moyens de regarder le même phénomène – le taux de rendement obtenu par les actionnaires, dans ce cas-ci – il vaudrait mieux les considérer comme des moyens complémentaires et non pas substituts. Le relevé comptable est un relevé rétrospectif qui présente des données réelles, tandis que le relevé boursier, même si on le regarde en rétrospective, est une longue liste courante de prévisions constamment révisées par le marché sur des événements futurs. Il est certain que ces prévisions tiennent compte des résultats passés, mais elles s'appuient aussi sur d'autres estimations et calculs, et le poids de ces jugements de valeur dans une prévision est en lui-même une variable. Il convient également de rappeler qu'en dépit de son caractère spéculatif, le cours des actions en bourse représente des valeurs de réalisation, ce qui n'est pas le cas de la valeur comptable des actions, bien que celle-ci soit fondée sur les résultats passés. Néanmoins, pour la grande majorité des sociétés dont les actions n'ont jamais été cotées en bourse, il n'y a pas moyen d'étudier la rentabilité autrement qu'à l'aide de données comptables. (Il y a aussi d'autres mesures du taux de rendement, dont une est présentée au chapitre 5, qui peuvent seulement être obtenues à partir de données comptables, que les actions de l'entreprise soient cotées en bourse ou non.)

De toute évidence, il n'y a pas de façon idéale de comparer le rendement pré et post-acquisition des entreprises acquises. Il y a simplement trop de variété dans le phénomène des prises de contrôle, que ce soit dans la façon dont la prise de contrôle se concrétise ou dans la façon de rendre compte de l'évolution subséquente de la performance de l'entreprise acquise. Cela a beaucoup contribué à la confusion qui caractérise tant le débat sur les prises de contrôle, qu'il s'agisse des vagues antérieures ou, plus précisément, de la vague actuelle. On peut montrer, par exemple, que les différences entre ces points de vue diamétralement opposés sur la vague actuelle sont attribuables en grande partie au fait qu'ils n'utilisent pas les mêmes données.

Pour jeter le plus de lumière possible sur les effets des acquisitions sur la rentabilité, il est certes préférable de les examiner, si possible, en utilisant les deux types de données en même temps. Les nouvelles données sur la rentabilité des prises de contrôle au Canada qui ont été recueillies pour cette étude et qui sont présentées au chapitre 5 sont un des rares cas où les données comptables et les données boursières utilisées s'appliquent au même échantillon d'entreprises acquises. Les seules entreprises acquises capables de produire les données nécessaires sont les entreprises cotées en bourse qui restent cotées en bourse une fois qu'au moins une participation majoritaire dans leurs actions a changé de mains. L'échantillon utilisé dans la présente étude se compose de sociétés canadiennes cotées en bourse, qui ont été partiellement acquises entre 1963 et 1983. Le choix de l'année 1983 a été dicté par la nécessité d'avoir des données portant sur au moins cinq années après la date d'acquisition pour chaque cas étudié. La comparaison de la performance pré et post-acquisition des entreprises est l'objet fondamental de la présente étude.

Les acquisitions partielles et les raisons pour lesquelles elles se produisent

Par définition, lorsqu'une entreprise acquiert un bloc de contrôle comprenant moins de 100 % des actions en circulation d'une autre entreprise sur le marché boursier, les actions de cette dernière entreprise continuent d'être négociées en bourse. Une acquisition partielle permet de concrétiser une prise de contrôle avec une mise de fonds moins grande que celle qu'il faudrait autrement, et elle a aussi l'avantage de donner à l'entreprise acheteuse accès au marché boursier d'une façon qui ne risque pas d'affaiblir la position de ses propres actionnaires majoritaires.

Quoiqu'une autre situation – l'entreprise acquise conserve une existence distincte de celle de l'entreprise acheteuse – ne soit pas plus particulière à l'acquisition totale qu'à l'acquisition partielle, des tierces parties pourraient être moins portées à considérer l'entreprise acquise comme une entité autonome dans le premier cas. Cela ne serait pas sans conséquence dans le cas où l'entreprise compte une importante clientèle grâce à la réputation qu'elle s'est bâtie. L'entreprise acheteuse hésiterait à risquer de perdre cet actif, d'autant plus que sa valeur serait probablement comprise dans le prix d'acquisition.

L'acquisition partielle a sa raison d'être quand les économies que permettrait de réaliser l'intégration physique

des opérations de l'entreprise acheteuse et de l'entreprise acquise ne l'emportent pas sur ces avantages. Comme il n'y a pas lieu de croire que cette raison d'être rende l'acquisition partielle moins représentative de l'ensemble des acquisitions que les autres types d'acquisitions – au moins en ce qui concerne la rentabilité – la performance des entreprises partiellement acquises peut servir aussi bien à expliquer la performance globale de l'ensemble des entreprises acquises.

L'étude comprend six chapitres. Le chapitre 2 donne des renseignements de base sur les niveaux globaux des acquisitions au Canada et aux États-Unis (des données sur les tendances au Royaume-Uni sont présentées à l'appendice A). Nous y évoquons le caractère très cyclique des acquisitions, et nous y représentons des données sur l'effet d'un certain nombre de facteurs macroéconomiques. Au chapitre 3, nous examinons les raisons pour lesquelles des acquisitions ont lieu, en nous demandant pourquoi une entreprise pourrait choisir rationnellement d'étendre ses activités en acquérant une autre entreprise au lieu d'acheter les actifs voulus directement de leurs fournisseurs respectifs. Le chapitre 4 résume en gros les conclusions des nombreux ouvrages publiés sur la rentabilité des acquisitions au cours des 30 dernières années. Nous y décrivons les caractéristiques fondamentales des deux principales écoles méthodologiques, et nous classons les ouvrages selon leur appartenance à l'une ou l'autre école. Le chapitre 5 est consacré à une analyse des données récentes sur la rentabilité des sociétés canadiennes cotées en bourse qui ont fait l'objet d'acquisitions partielles. Étant donné qu'on ne aurait dégager la signification profonde des prises de contrôle du point de vue des politiques à mettre en œuvre sans examiner un certain nombre d'autres questions, nous abordons plusieurs de ces questions en conclusion.

2 Les prises de contrôle : tendances en Amérique du Nord

La première chose à bien faire comprendre, quoiqu'elle ne soit pas la plus importante, dans une brève analyse de données historiques sur l'activité globale d'acquisition est que la qualité des données laisse beaucoup à désirer, même aux États-Unis, où l'on trouve les meilleures données. Dans les autres pays, y compris le Canada, les données sont très incomplètes, et quand il y en a, elles se prêtent difficilement à des comparaisons entre pays. Comme on peut s'y attendre, la plupart des travaux analytiques qui ont été faits jusqu'ici dans ce domaine concernent les États-Unis. Le deuxième élément – plus important celui-là – dont il faut faire état est l'absence ici aussi de consensus chez les analystes – même à l'intérieur des grandes écoles de pensée – tout comme en ce qui concerne la rentabilité des acquisitions. Nous allons maintenant examiner brièvement quelques données canadiennes et américaines et jeter un coup d'œil sur certaines analyses des tendances aux États-Unis. L'information relative aux prises de contrôle aux États-Unis sera vraisemblablement la plus utile pour le Canada.

Aux États-Unis

Selon Golbe et White [1988*b*] :

> Pour avoir une bonne perspective historique de la vague actuelle des fusions et des acquisitions, il faut une série de données sur les fusions et les facteurs susceptibles de les déterminer qui soit longue, globale et uniforme. Malheureusement, il n'en existe pas, et nous devons nous risquer . . . [p. 26].

Une des limites de toutes les séries américaines existantes, c'est qu'elles comportent une règle d'exclusion, selon laquelle les acquisitions dont la valeur est inférieure à un montant donné sont exclues. D'un point de vue analytique, cette restriction n'aurait pas d'importance s'il y avait une étroite corrélation entre les tendances au niveau des petites acquisitions et les tendances au niveau des grosses acquisitions, mais comme les petites acquisitions ne sont souvent pas enregistrées, on ne connaît pas cette corrélation. Une autre distorsion possible pourrait venir de l'inflation chronique, qui, parce que les limites inférieures restent le plus souvent inchangées pendant des années, fait que les dernières acquisitions d'une certaine taille réelle sont incluses, tandis que les acquisitions antérieures de la même taille réelle ne l'étaient pas. L'inflation gonfle aussi la valeur globale des acquisitions incluses.

Le graphique 2-1 présente la courbe du volume de l'activité d'acquisition aux États-Unis, depuis la fin du siècle dernier jusqu'à aujourd'hui, qu'ont obtenue Golbe et White en mettant bout à bout quatre séries chronologiques différentes. L'élément le plus notable de cette courbe est le caractère très cyclique de l'activité. Le manque de données ne permet pas de dresser un tableau correspondant de la valeur monétaire de ces acquisitions, mais, au graphique 2-2, la série de la Federal Trade Commission (FTC) qui remonte à 1948 est superposée à la série sur l'activité totale depuis 1948. Fait intéressant, les deux séries concordent assez bien.

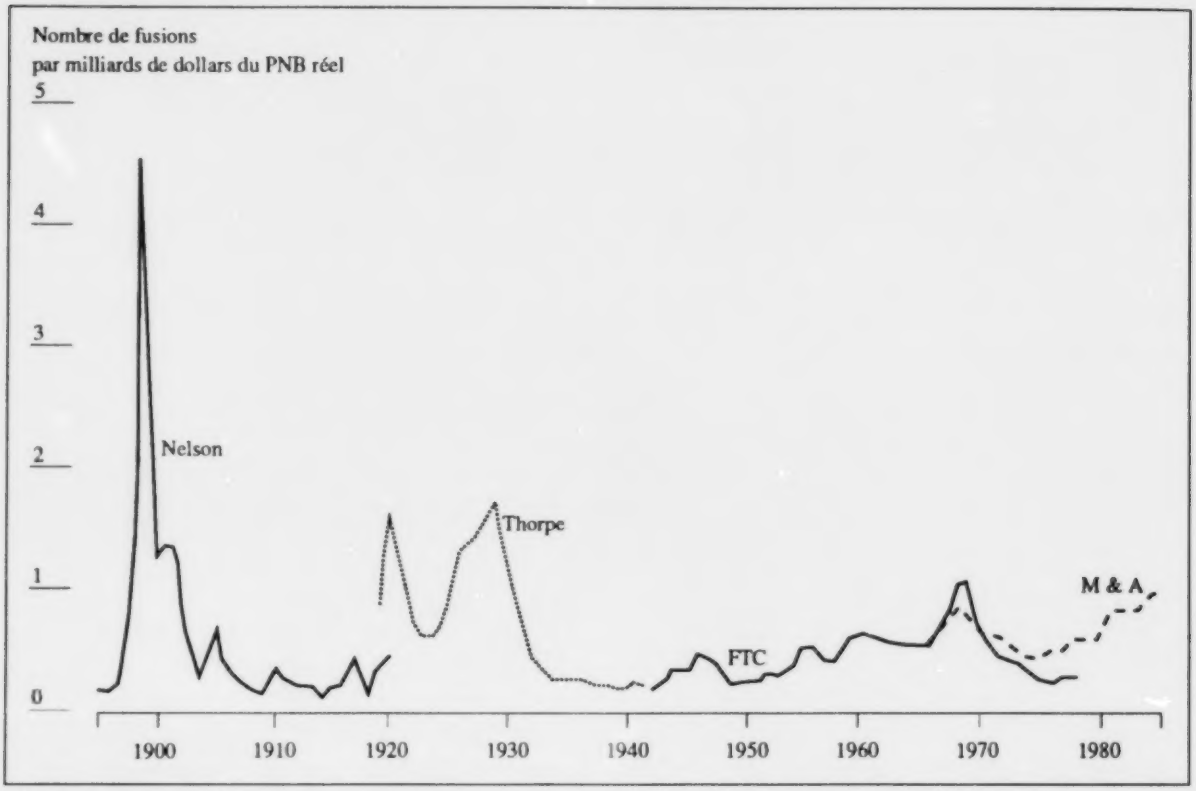
Comparativement aux recherches sur la rentabilité des prises de contrôle, très peu d'études ont porté sur les facteurs influant sur le niveau de l'activité globale d'acquisition ou sur sa valeur. Quelques rares études seulement ont été faites jusqu'ici et les opinions exprimées divergent tellement – sur le plan méthodologique comme au niveau des résultats – qu'il faudra faire beaucoup d'autres travaux avant de pouvoir tirer des conclusions définitives. Notre connaissance dans ce domaine est tellement limitée que, comme Brealey et Myers [1984] le laissent entendre, l'absence d'une explication conceptuelle cohérente de la fréquence et de l'ampleur des vagues de prises de contrôle est une des causes principales des difficultés que pose le financement des sociétés de nos jours.

Selon beaucoup d'hypothèses surtout empiriques, l'activité globale de prise de contrôle est liée positivement aux mesures de l'activité économique totale, comme le PNB, et au niveau global du cours des actions. Quant à sa relation avec cette importante variable macroéconomique qu'est le taux d'intérêt, elle est tantôt positive, tantôt négative.

Dans une analyse récente des diverses séries chronologiques sur l'activité de prise de contrôle qu'ils ont mises bout à bout, Golbe et White [1988*a*] ont tenté d'aller plus loin que les hypothèses empiriques en formulant une théorie de l'« aubaine » des acquisitions. Cette théorie et le débat qu'elle a suscité jusqu'ici valent la peine d'être examinés, non seulement en soi, mais aussi en vue de faire avancer la

Graphique 2-1

Nombre annuel de fusions et d'acquisitions aux États-Unis[1] : séries Nelson, séries Thorpe, séries « générales » de la FTC et séries « nationales » M & A, 1895-1985



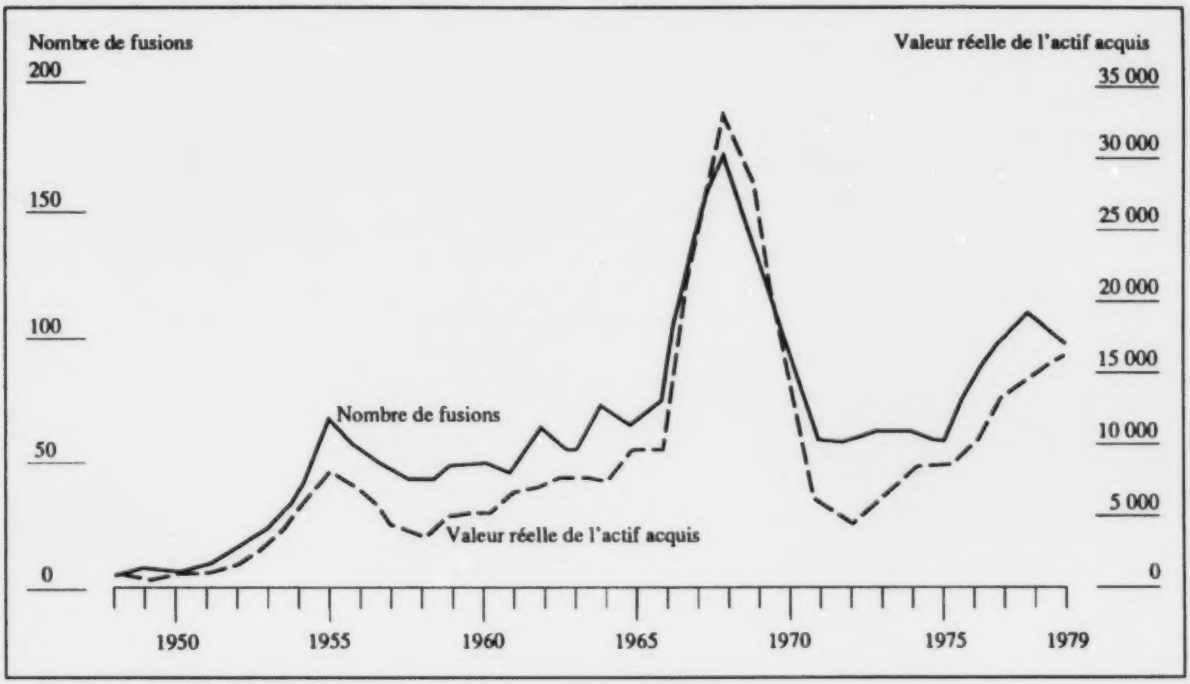
1 Par milliards de dollars (de 1982) du PNB réel.
SOURCE Golbe et White [1988*b*].

connaissance dans ce domaine. Dans cette théorie, la variable importante est la variable q de Tobin, c'est-à-dire le rapport de la valeur du marché de l'actif sur son coût de remplacement. On considère qu'une « aubaine » est possible quand le prix du marché des actions d'une entreprise est inférieur au coût de remplacement de ses actifs ($q < 1$); plus l'écart est grand, plus il est vraisemblable que l'entreprise sera acquise. Cela suppose que, pour un niveau donné d'investissement global recherché, plus la valeur q de l'économie est faible, plus le niveau de l'activité de prise de contrôle est élevé. Golbe et White ne considèrent pas que leur façon de procéder, qui met l'accent exclusivement sur l'aspect demande de l'opération de prise de contrôle, convient dans tous les cas. Par exemple, quand les actifs en question sont très corporels, comme les biens immobiliers, c'est plutôt l'inverse – prix du marché supérieur au coût de remplacement – qui donnerait lieu à des prises de contrôle, en incitant les propriétaires à vendre. Donc, le volume total de l'activité d'acquisition n'est probablement pas corrélé avec q.

Toutefois, quand les actifs en question sont des actions d'entreprises cotées en bourse, les deux variables sont corrélées; même quand $q > 1$, il se peut que les vendeurs éventuels n'offrent pas assez d'actions au-dessous du prix du marché pour entraîner un transfert de contrôle, bien qu'ils se soient fait une idée moins optimiste des perspectives d'avenir de leur entreprise que le marché. Selon Golbe et White, il est donc justifié de ne pas s'occuper de l'aspect offre et de postuler que le total des acquisitions d'entreprises échangées est lié négativement à q. Reconnaissant que leur hypothèse implique nécessairement aussi, toutes choses étant égales par ailleurs, une relation négative entre le cours des actions et le niveau de l'activité d'acquisition,

Graphique 2-2

Nombre annuel de fusions et d'acquisitions aux États-Unis et valeur réelle de l'actif acquis[1] : séries « grandes entreprises » de la FTC pour les secteurs manufacturiers et miniers, 1948-1979



1 En millions de dollars de 1982.
SOURCE Golbe et White [1988*b*].

ils admettent qu'ils sont en conflit avec la majorité des études précédentes qui posaient comme principe, et démontraient empiriquement, que la relation est positive entre ces deux éléments. Néanmoins, ils soutiennent que leur formulation est plus solide du point de vue conceptuel, même s'ils ont eu du mal à défendre leur position après avoir testé leur théorie sous différentes formes (avec d'autres hypothèses moins caractéristiques) et avoir trouvé systématiquement une relation *positive* statistiquement significative. Ils se disent perplexes et concluent qu'il reste encore beaucoup de chemin à faire avant de bien comprendre les forces économiques sous-jacentes aux vagues de prises de contrôle.

Dans une évaluation de l'analyse de Golbe et White, Salop [1988] soutient que leur modèle de la théorie de l'aubaine est mal spécifié, et propose différentes solutions fondées sur un modèle d'échange d'actifs avec information imparfaite. Plus fondamentalement, il soutient aussi que l'analyse des éléments déterminants du niveau de l'activité d'acquisition nécessite un modèle plus global que les modèles élaborés jusque-là, soit un modèle qui spécifie simultanément des déterminants du niveau d'activité sur les marchés boursiers et des déterminants du niveau de l'activité de prise de contrôle.

Taggart [1988] souligne lui aussi l'absence d'un modèle macroéconomique cohérent des niveaux et des tendances des acquisitions, et laisse entendre que l'embarras éprouvé par Golbe et White à la suite des résultats inattendus qu'ils ont obtenus dans les cas où leur variable q avait un signe positif est attribuable au fait qu'ils utilisaient un q global. Contrairement à un q propre à l'entreprise (qui se comporte comme prévu dans Hasbrouck [1985] et Bartley et Boardman [1986]), un q global pourrait avoir un effet imprévisible, justement quand $q > 1$, parce que des entreprises surévaluées pourraient être attrayantes pour des acheteurs prêts à offrir leurs propres actions dans le prix d'achat. De façon plus générale, Taggart estime que le succès très limité des tentatives visant à expliquer le niveau

de l'activité d'acquisition à l'aide de variables macroéconomiques – et, implicitement, à élaborer un cadre d'analyse macroéconomique des prises de contrôle – est attribuable à une cause plus profonde à laquelle on peut plus difficilement remédier, à savoir que le volume d'activité dépend en réalité non pas de facteurs macroéconomiques globaux, mais de facteurs désagrégés propres à des industries ou à des secteurs. Ce point de vue est implicitement partagé par Jacquemin *et al.* [1989] qui analysent, entre autres choses, la vague de prises de contrôle toujours en cours dans un certain nombre de pays d'Europe de l'Ouest, aux États-Unis et au Japon.

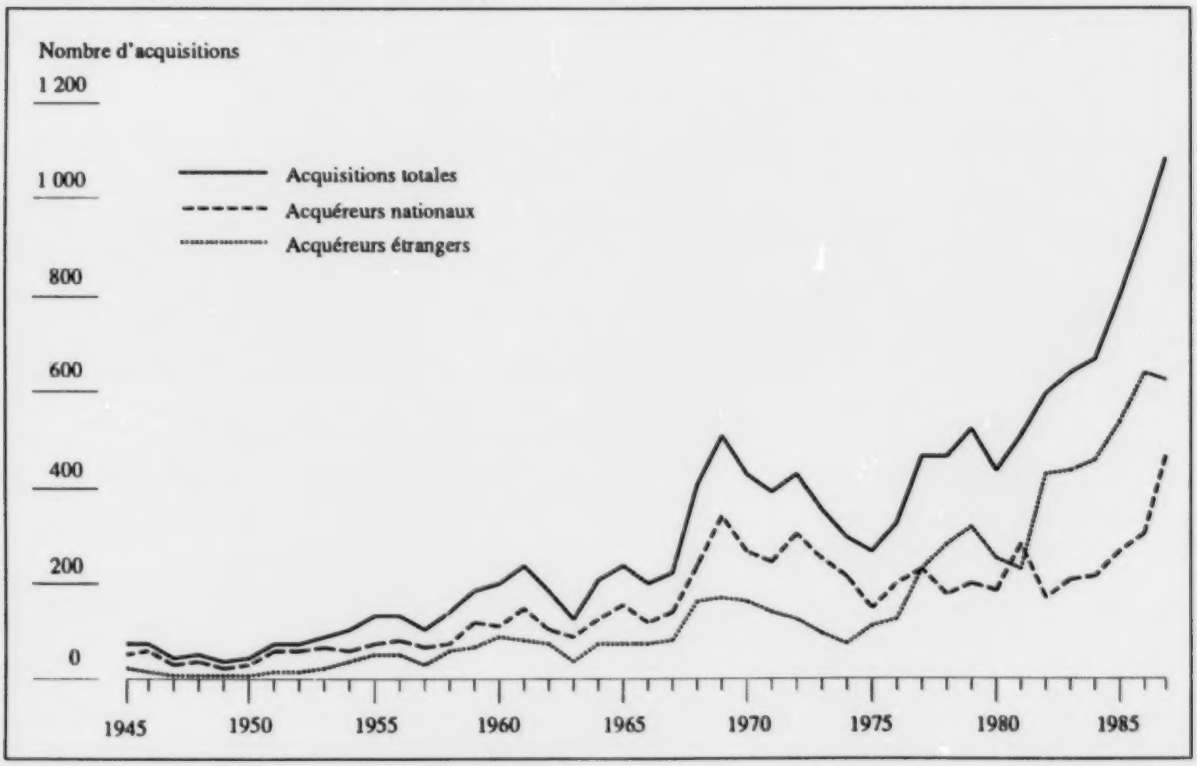
Cet état de choses est plutôt délicat. Les tentatives visant à déterminer les facteurs macroéconomiques à l'origine du phénomène périodique du cycle des prises de contrôle ont donné jusqu'ici très peu de résultats, tout comme les rares tentatives plus ambitieuses visant à aller au-delà des hypothèses empiriques sur le rôle de telle ou telle variable macroéconomique. Les deux types de solutions analytiques proposées jusqu'ici tendent à s'exclure mutuellement. Dans un cas, on recommande d'élaborer un appareil très global qui incorpore le marché des titres aussi bien que le marché réel – ce qui n'est pas rien [voir Salop, 1988]. L'autre remède vise beaucoup moins haut, mettant l'accent sur les industries ou les secteurs en restructuration, ou sur le point d'être restructurés [voir Taggart, 1988]. Même si la première solution ne les exclut pas nécessairement, la deuxième semble attribuer des rôles décisifs aux motivations microéconomiques poussant les entreprises à prendre de l'expansion en acquérant d'autres entreprises.

Au Canada

Les cycles d'acquisition au Canada n'ont pas été aussi bien analysés, au moins au cours des dernières années, que les cycles américains. On se contentera donc d'indiquer,

Graphique 2-3

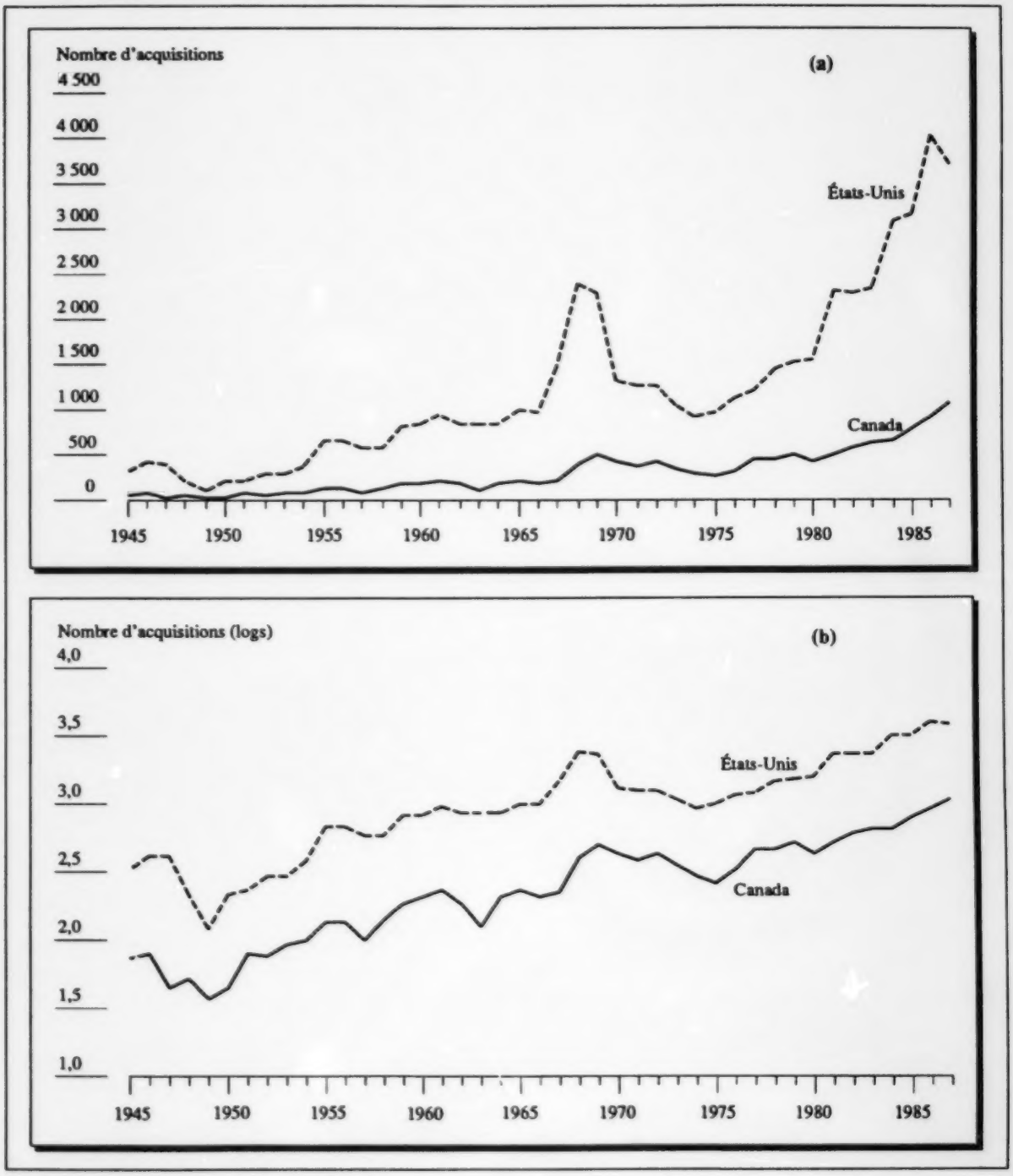
Nombre d'acquisitions au Canada et à l'étranger, 1945-1987



Source D'après des données de Consommation et Corporations Canada.

Graphique 2-4

Nombre d'acquisitions au Canada et aux États-Unis, 1945-1987



SOURCE D'après des données d'Investissement Canada.

dans les graphiques 2-3, 2-4*a* et 2-4*b*, les niveaux – exprimés en fonction du nombre de prises de contrôle – de l'activité au Canada et aux États-Unis à partir de la fin des années 40. Malheureusement, contrairement à ce qui s'est fait aux États-Unis, aucune institution canadienne, publique ou privée, ne s'est occupée, en s'en chargeant elle-même ou en en confiant le mandat à un organisme quelconque, de recueillir les données financières correspondantes. Par conséquent, il a été impossible de créer une série chronologique sur la valeur des actifs acquis.

Deux caractéristiques des cycles canadiens sont particulièrement dignes de mention. Premièrement, leurs sommets et leurs creux des 30 dernières années ont coïncidé, dans l'ensemble, avec ceux des cycles américains. Deuxièmement, le nombre total des acquisitions d'entreprises canadiennes par des entreprises étrangères (surtout américaines) – phénomène qui retient l'attention depuis longtemps – a dépassé de beaucoup récemment le nombre total correspondant des acquisitions par des entreprises canadiennes.

3 Les multiples facettes des prises de contrôle de sociétés

Nous poursuivrons ici l'analyse en décrivant diverses raisons qui sont à l'origine des prises de contrôle. Acquérir une entreprise n'est pas le seul moyen qu'une entreprise peut utiliser pour élargir ses activités, et les avantages de ce type d'expansion ne sautent pas aux yeux. Une fois qu'elle a décidé d'opter pour l'acquisition, l'entreprise acheteuse a d'autres choix à faire. Elle peut procéder soit directement, pour ainsi dire, en achetant les actifs de l'entreprise visée, soit indirectement (c'est ce qui nous intéresse davantage ici), en achetant un bloc de contrôle de ses actions. À tout prendre, la prise de contrôle d'une société est une activité à plusieurs facettes qui est motivée par des raisons très diverses et souvent chevauchantes. L'objet de la présente étude est d'évaluer à quel point les prises de contrôle permettent, en tant que phénomène collectif et non pas individuel, d'atteindre l'objectif général qu'est l'accroissement de la rentabilité des actifs acquis.

Le paradoxe de l'acquisition

Il y a trois types d'acquisitions (et chaque type peut être « cordial » ou « hostile ») : horizontale, verticale et aboutissant à un conglomérat[1]. Dans une acquisition horizontale, l'entreprise acheteuse et l'entreprise acquise sont dans la même industrie; dans l'acquisition verticale, l'entreprise acquise produit un bien ou un service utilisé comme intrant dans les activités de l'entreprise acheteuse; tandis que dans l'acquisition qui aboutit à un conglomérat, les produits des deux entreprises ne sont pas liés directement. Une question immédiate se pose pour les trois types : Quand est-il avantageux pour une entreprise qui veut se développer d'acquérir les actifs et les installations d'une autre, au lieu d'acheter les mêmes actifs de leurs producteurs et de développer les mêmes installations à partir de rien ? Plus précisément, qu'est-ce qui pourrait faire que le prix total de ces actifs et installations est moins élevé lorsqu'ils sont compris dans la structure d'une autre entreprise que lorsqu'ils sont achetés ou développés directement ?

Une question analogue se pose pour l'entreprise acquise. Quels facteurs pourraient faire que les actionnaires majoritaires d'une entreprise auraient davantage intérêt à vendre leurs actions qu'à continuer d'exploiter leur entreprise ? Autrement dit, pourquoi leur entreprise vaudrait-elle plus cher pour d'autres que pour eux-mêmes ? C'est l'existence simultanée de ces deux situations, reflétant des évaluations opposées de l'entreprise acquise, qui fait que l'acquisition peut se concrétiser.

Ces questions ne sont guère nouvelles, et les économistes ont proposé diverses solutions, dont bon nombre ne sont pas mutuellement exclusives. Steiner [1975, p. 30-31], par exemple, énumère 13 raisons qui pourraient faire qu'une prise de contrôle soit attrayante pour l'entreprise acheteuse ou pour l'entreprise cible ou pour les deux :

1 Volonté de limiter la concurrence ou de réaliser des profits de monopole.

2 Volonté d'utiliser un pouvoir d'intervention sur le marché non utilisé.

3 Réaction à une diminution des possibilités de croissance et/ou de profits dans sa propre industrie attribuable à une diminution de la demande ou à une trop forte concurrence.

4 Volonté de diversifier ses activités pour réduire les risques.

5 Volonté d'atteindre une taille suffisamment importante pour réaliser des économies d'échelle au niveau de la production et/ou de la distribution.

6 Volonté de combler les lacunes critiques dans sa propre entreprise en acquérant les ressources, les brevets ou les facteurs de production complémentaires nécessaires.

7 Volonté d'atteindre une taille suffisante pour avoir accès efficacement aux marchés financiers ou aux sources de publicité bon marché.

8 Volonté d'utiliser au maximum des ressources particulières de l'entreprise ou les capacités de gestion du personnel de l'entreprise.

9 Volonté de remplacer des cadres en poste.

10 Volonté de profiter des échappatoires fiscaux qu'il ne serait pas possible d'obtenir sans fusion.

11 Volonté de tirer des profits de la promotion ou de la spéculation relatives à de nouvelles émissions de titres ou à un changement des ratios cours-bénéfice.

12 Volonté des directeurs d'être perçus dans le public comme des gestionnaires dynamiques qui savent reconnaître une aubaine.

13 Volonté des directeurs de gérer un nombre toujours plus grand de subalternes.

Steiner reconnaît que cette liste est incomplète, à cause de son hypothèse implicite selon laquelle les intérêts des directeurs et des actionnaires des deux entreprises sont identiques. C'est une hypothèse très lâche, et qui n'est pas très largement acceptée, comme nous le savons déjà. En fait, presque tous les théoriciens fondent leur analyse des prises de contrôle entièrement sur l'hypothèse inverse, à savoir qu'il existe une relation fondamentalement dichotomique entre les parties. Nous aurons beaucoup à dire sur ce sujet des plus importants. Pour le moment, toutefois, ces motifs constituent un point de départ utile et peuvent être regroupés en trois catégories.

1 La réalisation de facteurs externes appelés « synergies ». Ces facteurs peuvent être réels ou monétaires et font que la valeur de la nouvelle entreprise fusionnée est supérieure à la somme des valeurs séparées des deux entreprises. Les facteurs réels incluent notamment la possibilité de réaliser des économies d'échelle ou des économies de diversification, ou d'exploiter un pouvoir de monopole, tandis que les facteurs monétaires ont trait aux avantages financiers obtenus à l'extérieur des activités de production de l'entreprise.

2 La possibilité de procurer des avantages d'« initiés » aux actionnaires de l'entreprise cible. Ces avantages proviennent des caractéristiques positives de l'entreprise qui ne sont pas bien reflétées dans le prix de ses actions sur le marché.

3 La possibilité de procurer des avantages d'« initiés » aux actionnaires de l'entreprise acheteuse. Ces caractéristiques, analogues aux précédentes, s'appliquent ici à l'entreprise acheteuse; elles peuvent être un facteur important dans la transaction quand les actions de l'entreprise représentent une partie importante du prix d'acquisition.

Les éléments déterminants des acquisitions

Éléments réels

Selon une des hypothèses classiques, l'objectif des prises de contrôle de sociétés est d'accroître les profits de l'entreprise acheteuse en la renforçant sur le marché. Cela peut se produire de plusieurs façons, par exemple en réaction à une diminution de l'élasticité de la demande du produit de l'entreprise ou par l'établissement de barrières empêchant les nouveaux concurrents d'entrer dans son industrie. L'exemple le plus évident de la deuxième situation – et c'est celui qui a toujours suscité le plus de préoccupations dans le public – est la prise de contrôle horizontale, qui accroît la part de marché de l'entreprise acheteuse et lui permet de conclure plus facilement avec des concurrents dont le nombre a été réduit des ententes collusoires en vue de l'établissement des prix. Une variante de cet exemple est le cas où une entreprise voulant faire son entrée dans une industrie surmonte les barrières qui se dressent devant elle en acquérant une entreprise qui s'y trouve déjà. Si l'acquisition permet à l'entreprise acheteuse de fonctionner à moindre coût, elle peut alors aussi décourager d'autres entreprises intéressées à entrer dans l'industrie en augmentant la capacité de l'entreprise acheteuse de pratiquer une guerre de prix contre elles.

Même si les mécanismes diffèrent selon le cas, les autres types de prises de contrôle peuvent aussi restreindre la concurrence. Ainsi, une acquisition verticale pourrait permettre à un gros producteur de garantir un marché sûr à un fournisseur, lui procurant ainsi un avantage concurrentiel sur ses rivaux qui n'auraient pas de sociétés affiliées en aval. Une acquisition aboutissant à un conglomérat qui lie deux entreprises qui sont déjà des clients ou des clients potentiels l'une de l'autre pourrait les amener à conclure entre elles une entente réciproque au détriment des concurrents de l'une ou l'autre d'entre elles. Ces deux types d'acquisitions pourraient aussi décourager de nouvelles entreprises à entrer dans les industries en question.

Les trois types d'acquisitions peuvent accroître l'efficacité. Des économies au niveau des coûts de production peuvent résulter d'une fusion horizontale sous la forme d'économies d'échelle qui n'auraient pu être réalisées autrement, ou d'une fusion verticale, grâce à une plus grande intégration des facteurs de production et des moyens logistiques. Ces deux derniers genres d'acquisitions pourraient aussi tous les deux faire baisser les coûts de transport, tandis qu'on peut facilement concevoir que les trois permettent de réaliser des économies au niveau des frais généraux en créant des services de R-D, de mise en marché, de contentieux, de vérification et de finances plus gros et, donc, plus efficaces.

Une explication des acquisitions souvent donnée [voir Caves, 1988] qui réunit bon nombre de leurs fondements synergiques repose sur l'idée qu'il y a des actifs tangibles et indivisibles et des actifs intangibles et utilisables à plusieurs endroits en même temps. Une entreprise fonctionnant dans des conditions qui l'empêchent d'utiliser au maximum

ses actifs pourrait accroître son efficacité globale en ajoutant une autre activité à ses activités existantes. Le coût d'option relatif à cette nouvelle activité pourrait s'avérer moindre que dans le cas où l'activité serait exercée par une toute nouvelle entreprise.

Il y aurait une autre façon d'améliorer l'efficacité à l'occasion d'une acquisition aboutissant à un conglomérat. L'amélioration proviendrait d'une meilleure capacité de prendre des décisions, mais elle ne peut pas être liée directement à une catégorie précise parmi les catégories de réduction de coûts précitées. Il convient ici de donner une brève description de la façon dont ce gain d'efficacité peut se produire en raison de l'importance considérable et croissante des conglomérats pour l'économie canadienne.

Comme nous l'avons déjà indiqué, il semble que les entreprises mono-industrielles ne puissent plus croître au-delà d'une certaine limite et continuer de rester efficaces. Une fois cette limite atteinte, divers problèmes s'installent inévitablement et ne tardent pas à devenir chroniques. Ils sont en grande partie attribuables au fait que les structures et les mécanismes administratifs deviennent surchargés. Dans certains cas, le processus de prise de décisions de l'entreprise est devenu trop décentralisé, dans d'autres cas, il ne l'est pas suffisamment. Même si les marchés financiers peuvent punir ces entreprises pour leur performance moins bonne – et ils le font – en faisant baisser le prix de leurs actions, c'est là un pis-aller parce qu'il touche la partie saine comme la partie malade de ce qui est devenu une organisation importante et complexe. Le fait que le remède soit habituellement administré à des moments précis seulement (comme après l'annonce des rendements périodiques de l'entreprise) diminue encore plus son efficacité.

Pour améliorer sa performance, l'entreprise doit se transformer. Elle doit cesser d'être une entreprise unidivisionnelle « firme en U » et devenir une entreprise multidivisionnelle « firme en M » [Williamson, 1970] dans laquelle les décisions quotidiennes et stratégiques sont prises par chaque directeur responsable de sa propre division et non plus par les cadres supérieurs situés à un niveau plus élevé. Cela permet à ces derniers d'aborder les questions stratégiques d'une façon plus dégagée et de prendre ainsi des décisions plus saines. Une fois transformée, il est logique de penser que l'entreprise va encore réduire son niveau global de risques en se diversifiant dans des domaines qui, bien qu'ils ne soient pas liés directement à ses domaines traditionnels, sont soumis à des cycles économiques différents. De cette façon, l'entreprise constitue en elle-même de plus en plus un marché financier interne, dans lequel ses gestionnaires de niveau supérieur répartissent les ressources à leur disposition sur la base d'un système d'information plus rapide et plus sensible que celui qui sert les marchés financiers externes, et cela améliore encore plus sa performance globale.

De façon plus générale, une acquisition pourrait aussi être favorisée par certains aspects du code de l'impôt sur le revenu. Que ces facteurs soient réels ou non pour l'ensemble de l'économie, ils sont toujours bien réels pour l'entreprise. Les dispositions de la loi sur l'impôt les plus susceptibles d'influer sur la décision des entreprises de tenter une prise de contrôle ont rapport aux déductions pour pertes et aux déductions au titre des intérêts, ainsi qu'aux déductions pour amortissement des actifs amortissables et aux déductions pour épuisement des actifs non renouvelables. Elles peuvent toutes faire que cela coûtera moins cher à une entreprise d'élargir ses activités en achetant les installations et les actifs recherchés sous la forme des actions d'une autre entreprise.

Éléments spéculatifs

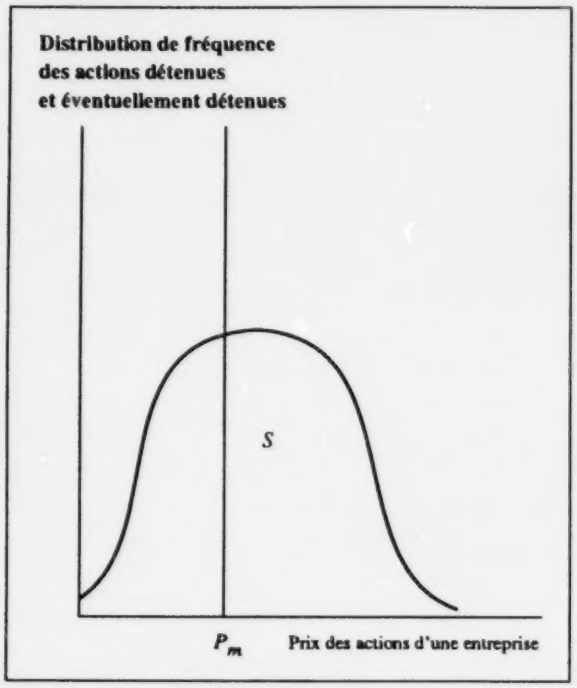
Pour qu'il y ait une prise de contrôle, il faut nécessairement que les actionnaires du moment et les actionnaires éventuels aient des points de vue différents sur la valeur de l'entreprise cible. C'est ce qui fait de l'acquisition une proposition mutuellement, si ce n'est pas également, intéressante pour les deux parties. Pour mieux expliquer cette condition nécessaire, nous rappellerons que l'idée qu'une personne se fait de la valeur des actions d'une entreprise donnée repose en fin de compte sur une estimation de la valeur actualisée des gains futurs de l'entreprise. Cette estimation tient compte des informations objectives qui peuvent être obtenues, mais elle est aussi influencée de façon importante par d'autres facteurs purement subjectifs qui varient selon les personnes. Mueller [1980] résume les relations qui existent entre les attentes des détenteurs de titres qui ont des actions de l'entreprise dans leur portefeuille et les attentes des détenteurs de titres qui n'ont pas d'actions de l'entreprise dans leur portefeuille, d'une façon qui nous permet de voir dans quelles circonstances une prise de contrôle pourrait rationnellement avoir lieu.

Le graphique 3-1 représente une distribution de fréquence de la possession des actions de l'entreprise dans laquelle, au prix P_m, toutes les actions émises de l'entreprise – représentée par la surface à la droite de P_m – seront détenues.

Même si on admet que les attentes puissent changer, il ne serait pas raisonnable de réaliser une prise de contrôle lorsque les attentes relatives à la performance future de l'entreprise sont trop divergentes. Si le total des actions détenues reste le même, tout changement dans les attentes

Graphique 3-1

Différence d'anticipation des actionnaires envers une entreprise



SOURCE Mueller [1980].

entraînera uniquement un changement de prix de l'action, et les ajustements des portefeuilles qui en résulteront s'annuleront. Normalement, ces ajustements devraient être minimes et, par conséquent, ils ne devraient pas entraîner de transfert de blocs de contrôle.

Avant de poursuivre, mentionnons qu'il y a un autre aspect qui fait souvent aussi obstacle aux fusions. Il s'agit du principe de l'homogénéité des attentes des actionnaires (une notion qu'on retrouve dans le modèle d'équilibre des marchés financiers dont nous parlerons abondamment un peu plus loin). Par conséquent, à l'équilibre, tous les actionnaires ont un portefeuille qui reflète exactement tous les renseignements pertinents qui sont diffusés publiquement et qui pourrait inclure des actions de l'entreprise en question, selon les fonctions d'utilité respectives des actionnaires. Autrement dit, les gens détiennent des actions de l'entreprise dans leur portefeuille ou sont indifférents et n'en détiennent pas. Dans ce contexte, tout changement dans les attentes fait que les actionnaires produisent immédiatement un nouveau prix de l'action qui reflète les nouveaux renseignements. Encore ici, il n'y a toujours pas de motif rationnel pour qu'il y ait des acquisitions.

Pour qu'une acquisition soit rationnelle, les attentes relatives à la performance future de l'entreprise cible ne doivent pas être les mêmes chez les détenteurs d'actions de l'entreprise (ou les actionnaires) et chez les personnes qui ne détiennent aucune action de l'entreprise (ou les non-actionnaires). Voir les graphiques 3-2 et 3-3.

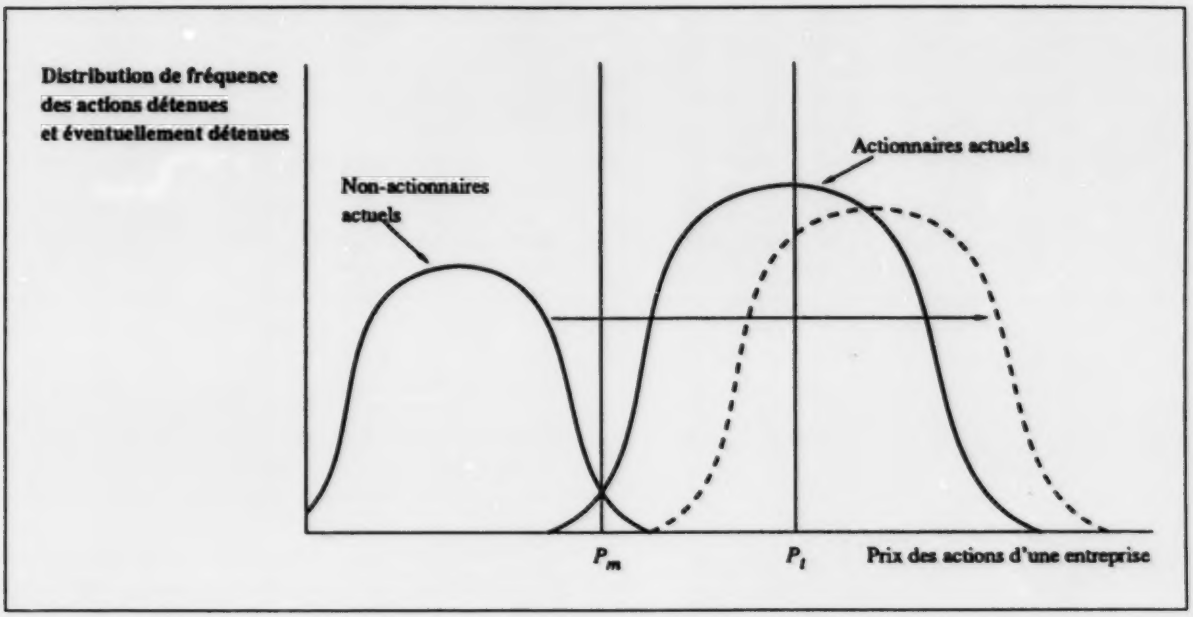
Les distributions représentées par les lignes continues reflètent les attentes respectives des actionnaires et des non-actionnaires, et le prix d'équilibre de l'action, P_m, est déterminé comme dans le graphique 3-1. (La petite surface sous l'intersection des queues des distributions, même si elle est produite par des attentes divergentes, est sans importance parce qu'on suppose que les différences s'élèvent à un montant inférieur aux coûts de transaction des actions échangées.) L'existence de deux distributions différentes est attribuable à trois possibilités : 1) les actionnaires et les non-actionnaires de l'entreprise n'ont pas accès à la même information; 2) même si les deux groupes possèdent la même information, ils peuvent l'évaluer différemment, peut-être parce qu'ils n'ont pas la même propension au risque; 3) les actionnaires sont simplement plus optimistes (pour quelque raison que ce soit) que les non-actionnaires au sujet des perspectives d'avenir de l'entreprise.

Supposons maintenant qu'un événement vienne modifier radicalement le point de vue de l'un ou l'autre groupe sur les gains futurs de l'entreprise. Selon Gort [1969], une telle situation pourrait se produire lorsque le niveau général des cours à la bourse augmente rapidement et qu'en même temps, un groupe important de non-actionnaires se fait une idée beaucoup plus optimiste des perspectives d'avenir de l'entreprise. Cela déplacerait leur courbe de distribution, comme l'indique la ligne discontinue dans le graphique 3-2. Beaucoup de non-actionnaires évaluent alors l'entreprise non seulement à un niveau plus élevé qu'avant, mais, chose plus importante, à un niveau plus élevé que celui auquel beaucoup d'actionnaires actuels l'évaluent. Autrement dit, ils pourraient maintenant acheter des actions de l'entreprise à un prix inférieur au prix qu'ils auraient été prêts à payer. De même, un autre événement pourrait amener une grande partie des actionnaires à revoir collectivement à la baisse leurs prévisions de la performance future de l'entreprise (voir le graphique 3-3), réaction qui déplacerait la courbe de distribution vers la gauche. C'est que maintenant ils attribuent moins de valeur à leurs propres actions que ne le fait le marché.

Pour résumer, selon cette théorie des « perturbations économiques », deux conditions doivent être réunies pour

Graphique 3-2

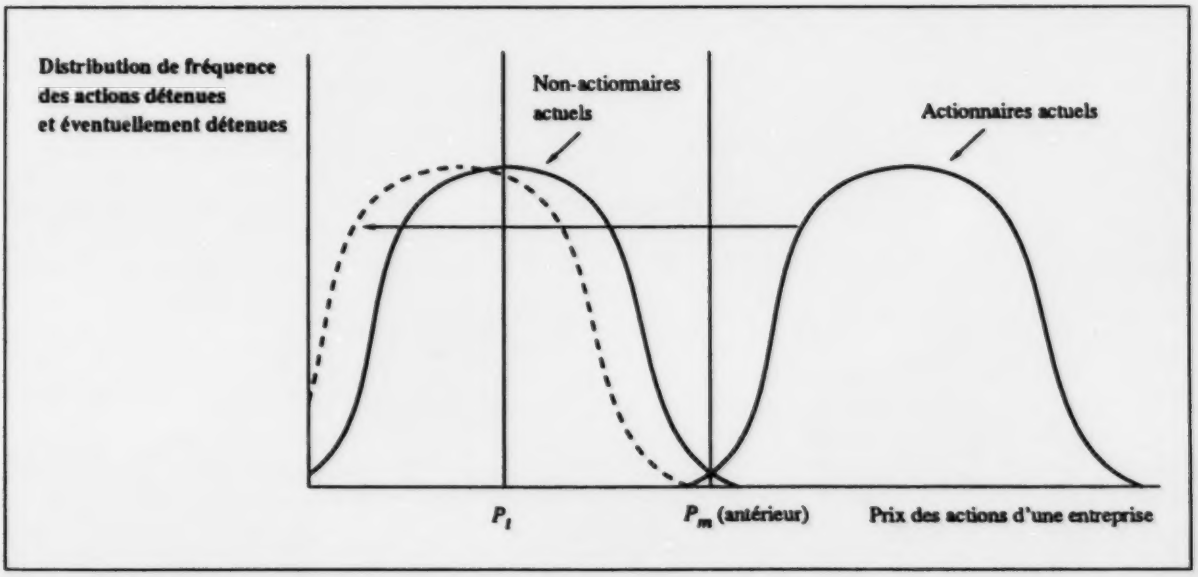
Décalage optimiste de l'anticipation des non-actionnaires



SOURCE Mueller [1980].

Graphique 3-3

Décalage pessimiste de l'anticipation des actionnaires



SOURCE Mueller [1980].

qu'une acquisition ait lieu : premièrement, le marché boursier dans son ensemble doit fluctuer continuellement et, deuxièmement, l'asymétrie préexistante entre les attentes des actionnaires de l'entreprise cible et les attentes des personnes qui n'ont pas d'action dans l'entreprise cible (les non-actionnaires) doit être remplacée par une nouvelle asymétrie. On pourrait aussi observer une asymétrie de points de vue à un autre niveau, soit entre les directeurs de l'entreprise acheteuse et ses actionnaires. Après tout, les acquisitions sont faites par les entreprises, et non par des individus, et les décisions qui régissent le comportement des entreprises, y compris les prises de contrôle, sont prises en premier lieu par les directeurs, et non par les actionnaires. Une prise de contrôle pourrait donc aussi se produire parce qu'il existe une asymétrie entre les attentes des directeurs de l'entreprise acheteuse, d'une part, et les attentes de ses propres actionnaires et des actionnaires de l'entreprise cible, d'autre part. (Cette asymétrie bien précise donne lieu à deux possibilités que nous analyserons plus en détail dans la prochaine partie : ou il y a un conflit d'intérêts entre les directeurs de l'entreprise acheteuse et ses actionnaires, ou il n'y a pas de conflit réel, et alors les directeurs voient mieux que les actionnaires eux-mêmes où sont les meilleurs intérêts de ces derniers.)

Il y a une autre possibilité qu'on connaît depuis longtemps : des « promoteurs indépendants », qui organisent en qualité de courtiers des prises de contrôle mettant en jeu d'autres parties, pourraient jouer, dans certains cas, un rôle important. Selon Markham [1955], par exemple, leurs activités ont contribué dans une large mesure à certaines des premières grosses vagues de fusions aux États-Unis, à des moments où les marchés à la hausse faisaient miroiter aux spéculateurs la possibilité de réaliser des gains en capital énormes. Même s'il est probablement encore trop tôt pour le dire, il n'est pas inconcevable que ces promoteurs aient pu jouer un rôle important dans la vague d'acquisitions sans précédent qu'on connaît actuellement et qui est en train de changer les structures industrielles en Amérique du Nord et en Europe de l'Ouest, en particulier quand il s'agit d'achats par endettement et de rachats adossés.

Éléments de gestion

Cette question de la congruence des intérêts entre les directeurs et les actionnaires trouve maintenant sa voie. Dans la tradition des travaux de Berle et Means, un certain nombre de théoriciens maintiennent que le fait que ceux qui gèrent de grandes sociétés à grand nombre d'actionnaires n'ont habituellement pas beaucoup de titres des sociétés qu'ils gèrent, tandis que ceux qui possèdent les titres ne sont habituellement pas ceux qui gèrent les sociétés, explique souvent en bonne partie les actions des sociétés, notamment les prises de contrôle. Autrement dit, comme les intérêts des directeurs et des actionnaires diffèrent inévitablement, les décisions prises par les directeurs pourraient servir leurs propres intérêts sans nécessairement servir – au moins pas au même degré – ceux des actionnaires. Shleifer et Vishny [1988] posent le problème clairement :

> Comme nous, les directeurs de sociétés ont beaucoup d'ambitions et d'objectifs personnels, dont un est de devenir riche. La façon dont ils cherchent à faire fonctionner leur entreprise reflète ces objectifs personnels. Les actionnaires, par contraste, à défaut des plaisirs de faire fonctionner la société, se soucient uniquement de devenir riches avec les actions qu'ils détiennent . . . [p. 7].

Cela signifie que les directeurs ne cherchent pas, comme seul objectif, ni même comme objectif principal, à maximiser la valeur actualisée des gains futurs de leur entreprise, qui est l'objectif que les actionnaires voudraient qu'ils poursuivent. Au lieu de cela, les directeurs poursuivent plus souvent divers objectifs en même temps, quoique pas nécessairement avec la même intensité. Bien entendu, un de ces objectifs est le profit, mais il y en a d'autres qui peuvent se chevaucher, comme le souci d'accroître la part de marché, la taille, la visibilité et le prestige de leur entreprise, ainsi que la recherche d'une sécurité d'emploi et d'une vie tranquille pour eux-mêmes. Le problème du point de vue des actionnaires est que ces autres objectifs sont, au moins potentiellement, en conflit avec leur propre objectif qui est de maximiser les gains. Le fait que le contrat de travail – formel ou tacite – entre une entreprise et ses directeurs tende souvent (au moins en partie) à faire de leur rémunération et des avantages accessoires une fonction de la part du marché, de la taille, de la visibilité ou du prestige de l'entreprise ne fait qu'aviver le conflit d'intérêts potentiel. Shleifer et Vishny soutiennent qu'à part les cas évidents de corruption (qui ont leurs propres inconvénients), il est pratiquement impossible de rédiger un contrat de travail ou de former un conseil d'administration qui prévienne chez les directeurs toute velléité de poursuivre d'autres objectifs que la maximisation de la valeur des gains futurs de l'entreprise.

D'autres théoriciens maintiennent, à la décharge des directeurs, que lorsque ceux-ci incluent dans leurs fonctions objectives d'autres buts que la maximisation du profit, ils ne cèdent pas nécessairement à des tentations d'opportunistes. Ils peuvent aussi essayer de protéger et de favoriser les intérêts des actionnaires. Or, comme nous l'avons vu, et contrairement à la théorie néo-classique selon laquelle les entreprises ne font que réagir aux forces du marché, ce que les entreprises font en réalité, c'est de mettre en œuvre

les décisions de leurs gestionnaires. Mais les décisions de gestion peuvent devoir être prises dans l'ignorance de beaucoup de facteurs. En effet, comme ils ne peuvent jamais avoir toute l'information pertinente, les directeurs fonctionnent dans un environnement de rationalité limitée, qui fait qu'après bien des tâtonnements, ils ne peuvent atteindre, au mieux, que des résultats satisfaisants plutôt que parfaits. Ce sont, en d'autres mots, les exigences dues à leur situation de preneur de décisions (alliées à la poursuite de leurs propres intérêts) qui expliquent que les directeurs s'efforcent de réaliser, à tout le moins, juste assez de profit pour empêcher les actionnaires de se montrer mécontents et éviter de susciter une prise de contrôle qui leur serait nuisible. (Il existe dans ce domaine beaucoup de travaux qui sont inspirés en grande partie de Simon [1955].)

Étant donné l'interaction de tous ces facteurs, il n'est pas certain que la prise de contrôle soit un bon moyen de répartition des ressources. D'une part, des directeurs résolus à rendre leur entreprise aussi grosse et importante que possible – même si cela signifie une baisse des profits – pourraient envisager des prises de contrôle auxquelles les actionnaires, si la décision leur avait incombé, se seraient opposés. D'autre part, les directeurs qui violent effrontément leurs obligations de fiduciaires envers les actionnaires en n'obtenant pas un taux de rendement satisfaisant courent le risque d'être remplacés par de nouveaux directeurs à l'occasion d'une prise de contrôle de leur propre entreprise par de nouveaux actionnaires majoritaires intéressés par la baisse de la valeur des actions de l'entreprise sur le marché. La tension entre ces tendances sera analysée plus en détail au chapitre 5.

Jensen [1988] ajoute à la liste déjà longue de facteurs pouvant inciter à tenter une prise de contrôle sa théorie « sur les libres mouvements de trésorerie ». Cette théorie a son origine dans les coûts d'encadrement élevés imposés aux entreprises lorsqu'il y a conflit entre les directeurs et les actionnaires au sujet de la répartition des liquidités excédentaires. Selon cette théorie, quand ces liquidités, de même que les coûts de contrôle et les coûts de rémunération des cadres supérieurs qu'il faut assumer pour obliger les gestionnaires à les verser, sont suffisamment importants, il est possible de faire des prises de contrôle qui permettront en fin de compte de répartir de façon plus efficace les ressources de l'entreprise acquise. Un peu paradoxalement – et bien que beaucoup de gens pensent le contraire – les prises de contrôle de ce genre qui sont à fort degré d'endettement (c'est-à-dire qu'elles sont financées par emprunts plutôt que par capitaux propres) sont considérées comme particulièrement aptes à provoquer des restructurations menant à des gains d'efficacité. Cela est attribuable au fait que lorsque les intérêts et le principal exigibles sur la dette arrivent à échéance, on ne peut pas reporter leur paiement à plus tard sans risquer d'en subir des conséquences fâcheuses, beaucoup plus fâcheuses en tout cas que lorsqu'il s'agit de dividendes, lesquels sont versés aux actionnaires à la discrétion des directeurs. Par conséquent, les entreprises débitrices sont incitées à rembourser leur dette le plus vite possible en utilisant leurs rentrées nettes excédentaires ou en se défaisant d'une partie de leurs activités.

Une autre théorie a été proposée récemment pour expliquer pourquoi les directeurs tentent des prises de contrôle. Frappé par le grand nombre de données indiquant qu'en moyenne, la valeur combinée sur le marché boursier de l'entreprise acheteuse et de l'entreprise cible reste sensiblement la même après la prise de contrôle, Roll [1986] attribue ce résultat étonnant et peu séduisant au fait que les directeurs des entreprises acheteuses sont trop sûrs de mieux connaître que quiconque la vraie valeur des entreprises cibles; or, d'après lui, cette confiance démesurée est rarement corroborée par les faits. Leur vanité leur fait surévaluer systématiquement le prix d'acquisition. C'est un autre point sur lequel nous reviendrons au chapitre 5.

Le dénominateur commun

Même si la rentabilité n'est pas du tout le seul critère qui serve à évaluer les effets économiques des prises de contrôle, c'est l'un des plus importants. Comme nous l'avons vu, les raisons pour lesquelles des entreprises acquièrent d'autres entreprises sont nombreuses et variées, mais elles se résument toutes au même principe de base. Qu'elles soient motivées par des raisons de réduction des coûts ou par des raisons monopolistes d'augmentation des prix, les prises de contrôle ne visent qu'une seule fin – un meilleur rendement des actifs acquis. Même les prises de contrôle inspirées en grande partie par des décisions de gestionnaires agissant par intérêt personnel doivent produire un profit supérieur à celui qui était généré par les actifs de l'entreprise cible avant l'acquisition. Il n'y a pas d'autres motifs qui pourraient justifier le projet aux yeux des actionnaires de l'entreprise acheteuse ni aux yeux de ses bailleurs de fonds.

4 La mesure de la rentabilité : deux méthodes

L'analyse de Roll, bien qu'elle soit intéressante en soi et qu'elle puisse probablement être appliquée dans une large mesure à la situation canadienne, n'est qu'une interprétation parmi d'autres des données accumulées jusqu'ici sur la rentabilité des prises de contrôle. La disparité des méthodes utilisées est un des traits marquants des nombreux ouvrages dans ce domaine. C'est par cette caractéristique que nous allons commencer.

L'étude de la rentabilité des prises de contrôle est, selon l'école de pensée considérée, plus ou moins récente [Caves, 1988]. Même si les mesures de profit appliquées par les analystes appartenant à l'école plus ancienne de l'organisation industrielle peuvent varier d'un analyste à l'autre, elles sont toutes fondées sur un point de vue rétrospectif. Essentiellement, on laisse passer quelque temps après l'acquisition (habituellement trois à cinq ans), et on compare la performance de l'entreprise fusionnée ou de l'entreprise cible durant cet intervalle de temps, par rapport à celle d'un groupe témoin, avec sa performance correspondante au cours de l'intervalle de même durée avant l'acquisition. Les mesures de profit utilisées proviennent surtout de données comptables, du genre taux de rendement comptables. Parfois, cependant, des données boursières sont utilisées – en général comme substitut et non comme complément des données comptables – pour calculer les taux de rendement obtenus par les actionnaires.

L'autre approche, qui est beaucoup plus récente celle-là, est très différente du point de vue méthodologique. Elle a été élaborée par des spécialistes de l'économie financière et repose sur une version ou une autre du modèle d'équilibre des marchés financiers. Ce modèle utilise uniquement des données boursières et postule que le rendement d'équilibre attendu sur les actions (faisant l'objet d'échanges) d'une entreprise est fonction d'un certain nombre de variables, à savoir le rendement d'un titre sans risque et la différence entre ce rendement et le rendement attendu sur un portefeuille diversifié, le tout soumis à un facteur de risque (exprimé en général par bêta) qui reflète la variabilité relative de la performance du marché boursier et de la performance du portefeuille. Le modèle, qui procède de façon contre-factuelle, est utilisé pour estimer les rendements qu'auraient obtenus les actionnaires si l'« événement » acquisition n'avait pas eu lieu. Ceux-ci sont ensuite comparés aux rendements effectivement obtenus après que le marché boursier a appris que l'événement allait se produire, et la différence obtenue est attribuée à l'événement[1].

L'approche fondée sur l'organisation industrielle

Aux États-Unis

Même si les ouvrages produits par les tenants de l'école de l'organisation industrielle remontent à loin, nous pouvons nous contenter pour nos besoins de choisir parmi ceux qui ont été écrits ces 30 dernières années ou à peu près. (L'utilisation même des données comptables pour aborder ces questions et d'autres questions fait elle-même l'objet d'une controverse. Voir, par exemple, Long et Ravenscraft [1984].) Heureusement, un des ouvrages les plus approfondis dans ce domaine est aussi l'un des plus récents. Ravenscraft et Scherer [1987] profitent d'une rare occasion d'analyser des données comptables propres à l'entreprise ventilées par branche d'activité. Ils trouvent que la rentabilité des actifs acquis de leur échantillon s'est sensiblement détériorée après que les actifs ont été acquis. Cette conclusion concorde avec les résultats des nombreuses études comparables réalisées (à partir de données générales sur l'ensemble des entreprises) aux États-Unis, au Royaume-Uni et en Europe de l'Ouest, dont nous parlerons plus loin, bien que l'objet, les mesures, les intervalles et les tailles des échantillons de ces autres études varient beaucoup de l'une à l'autre. Occasionnellement, la rentabilité des actifs acquis ne change pas, mais elle ne s'améliore jamais ou rarement.

Dans une étude représentative réalisée aux États-Unis, Hogarty [1970] analyse un échantillon de 41 entreprises ayant fait des acquisitions entre 1953 et 1964 qui ont fait monter leur chiffre d'affaires ou le volume de leurs actifs d'au moins 20 %, et calcule deux indices de la perte ou du gain « fonctionnel » résultant de chaque acquisition. Un des indices reflète la variation de la rentabilité combinée de l'entreprise acheteuse et de l'entreprise cible (par rapport à un groupe témoin) entre 1964 et l'année précédant l'acquisition, tandis que le deuxième indice, plus particulier celui-là, reflète la variation de la part de marché combinée enregistrée entre ces deux années. L'auteur relève 19 cas de

perte fonctionnelle, 17 cas de gain fonctionnel et 5 résultats ambigus. En ce qui concerne les variations de la part de marché combinée, il relève 24 cas de perte fonctionnelle, 8 cas de gain fonctionnel et 9 résultats ambigus. Hogarty fait mention aussi d'un certain nombre d'études américaines comparables antérieures. Il résume les conclusions des ouvrages des 50 années précédentes de la façon suivante :

> Que peuvent cinquante ans de recherche nous dire au sujet de la rentabilité des fusions ? Sans aucun doute, le résultat le plus important a été que personne parmi ceux qui ont effectué une étude empirique d'envergure des fusions n'a conclu que les fusions sont rentables, c'est-à-dire rentables au sens de « plus rentables » que d'autres formes d'investissement. Une foule de chercheurs, travaillant à des époques différentes et utilisant des techniques d'analyse et des données différentes, peuvent diverger d'opinion sur divers points mais ils ont un point en commun : les fusions n'ont pas d'effet ou un effet négatif sur la rentabilité [p. 389].

Acquisitions aboutissant à un conglomérat et acquisitions n'aboutissant pas à un conglomérat

La plupart des études font peu de distinction, ou pas du tout, entre les performances des différents types d'acquisitions. Comme il est difficile du point de vue pratique de distinguer les acquisitions horizontales des acquisitions verticales, la distinction la plus fréquente se fait entre la performance globale combinée de ces deux types d'acquisitions et la performance globale des acquisitions aboutissant à un conglomérat.

Weston et Mansinghka [1971] examinent un échantillon de 63 entreprises qui étaient ou sont devenues des conglomérats entre 1958 et 1968, soit à une époque où les conglomérats américains croissaient rapidement en taille et en importance. Cette tendance a amené beaucoup d'observateurs, dont ces deux auteurs, à répondre aux analystes comme Reid [1968] qui s'inquiétaient des conséquences anticoncurrentielles des prises de contrôle, en leur présentant des arguments favorables à l'entreprise diversifiée multidivisionnelle. En s'appuyant sur leurs propres mesures de performance, ils mettent en doute la validité des mesures de Reid et contestent du même coup son évaluation mitigée de la rentabilité des conglomérats, en soutenant que les conglomérats de leur échantillon ont amélioré leur performance collective, par rapport à un groupe témoin équivalent. Selon leur interprétation de la théorie économique, c'est justement cette normalisation vers le haut des gains relatifs des acquisitions aboutissant à un conglomérat qui est la raison d'être du conglomérat comme forme de société.

Dans sa réponse, Reid [1971] défend ses mesures de performance et réitère son opinion. Comme le bien-fondé du conglomérat est une question qui suscite encore des points de vue bien divergents, il convient ici de citer les propos mêmes de Reid :

> Les résultats de cette étude indiquent que la fusion aboutissant à un conglomérat est un cas particulier de fusion, mais que les entreprises recourant à ce type de stratégie affichent un profil de performance nettement différent de celui des entreprises adoptant d'autres stratégies de croissance. Les variables liées aux profits aux actionnaires étaient plus importantes dans ce groupe que dans les autres groupes de fusion, tandis que la maximisation de la taille semble aussi être un facteur important dans le groupe des conglomérats. (Les données révèlent aussi que le cours du marché des actions ordinaires des conglomérats n'avait pas augmenté en général autant que leur chiffre d'affaires ou que le volume de leurs actifs.) [p. 942].

Il poursuit en disant :

> Le résultat le plus frappant probablement était la performance supérieure des entreprises adoptant une stratégie pure de « croissance interne », un résultat qui laisse entendre que les investissements dans une nouvelle usine ou dans du nouveau matériel améliorent sensiblement la productivité en particulier et que les entreprises utilisant résolument cette méthode de croissance peuvent profiter non seulement à l'économie, mais aussi à leurs actionnaires.

En un mot, bien que les acquisitions diversifiées effectuées par des conglomérats puissent peut-être mieux servir les intérêts des actionnaires que les acquisitions horizontales ou verticales effectuées par des entreprises qui ne sont pas des conglomérats, donc des non-conglomérats, la conglomération a davantage d'effets sur les variables liées à la taille qui, elles, servent surtout les intérêts des directeurs. Du reste, même ces variables – et les variables liées au profit, qui intéressent au plus haut point les actionnaires – pourraient être modifiées de façon plus positive par une stratégie de croissance axée sur l'achat direct des actifs recherchés plutôt que leur achat indirect sous la forme d'entreprises existantes.

Les résultats présentés par Melicher et Rush [1974] jettent un peu plus de lumière sur les conclusions de Weston et Mansinghka. Ces auteurs comparent notamment les profits de 61 conglomérats et ceux de leurs acquisitions, et ils trouvent que les entreprises acquises étaient précédemment sensiblement plus rentables que les entreprises qui les ont acquises. En revanche, les 71 entreprises acheteuses de leur échantillon qui n'étaient pas des conglomérats ont en général acquis des entreprises ayant la même rentabilité qu'elles. Boyle [1970] et Conn [1976] obtiennent les mêmes résultats de leurs échantillons respectifs d'acquisitions de conglomérats et d'acquisitions de non-conglomérats.

Comme Mueller [1977] l'observe dans son étude de la rentabilité des conglomérats aux États-Unis, il n'y a rien d'étonnant dans le fait que la rentabilité globale augmente quand des entreprises acquièrent d'autres entreprises plus rentables. Il fait aussi remarquer que les ratios d'endettement sont en général beaucoup plus élevés dans les conglomérats que dans les non-conglomérats. Cela laisse entendre que les conglomérats recourent beaucoup plus en général aux emprunts pour financer leurs acquisitions que les non-conglomérats. Par conséquent, dans les phases descendantes des cycles économiques, la vulnérabilité inhérente au fait qu'ils ont plus de frais d'intérêt à rembourser pourrait diminuer leur rentabilité relative. Selon Reid [1971], c'est justement ce qui est arrivé quand le marché haussier des années 60 a pris fin.

Au Royaume-Uni et en Europe de l'Ouest

Singh [1975] analyse les prises de contrôle qui ont eu lieu au Royaume-Uni depuis la fin de la guerre, en portant une attention plus particulière à la période de 1955 à 1970. Il ne fait pas de distinction entre les acquisitions des conglomérats et les acquisitions des non-conglomérats, mais, comme les acquisitions de conglomérats étaient à l'époque un événement beaucoup moins fréquent au Royaume-Uni qu'aux États-Unis, sa conclusion selon laquelle les entreprises acheteuses étaient en général plus rentables que les entreprises qu'elles avaient acquises concorde probablement avec les données américaines quand il est question des acquisitions de non-conglomérats. Ce qui est plus important, toutefois, c'est qu'il corrobore la conclusion à laquelle arrivent en général les analystes américains qu'après l'acquisition, les actifs deviennent moins rentables ou, au mieux, restent à leur niveau précédent de rentabilité.

Meeks [1977] a analysé 223 prises de contrôle qui ont été réalisées au Royaume-Uni entre 1964 et 1972. Il indique que les gains de l'entreprise acquise type correspondaient à la moyenne de l'industrie, tandis que les entreprises acheteuses gagnaient en général plus que la moyenne. Quant à la comparaison de la rentabilité post-acquisition et de la rentabilité pré-acquisition, il trouve lui aussi que le groupe fusionné était devenu moins rentable que chacun de ses éléments constituants avant la fusion.

L'étude comparative des prises de contrôle dans sept pays de Mueller [1980] est l'une des rares études dans lesquelles on analyse ce qui est arrivé dans différents pays pendant à peu près la même période en utilisant des critères raisonnablement normalisés. Les pays en question sont les États-Unis, le Royaume-Uni, la Belgique, la République fédérale d'Allemagne, la France, les Pays-Bas et la Suède. La plupart des prises de contrôle ont eu lieu entre le début des années 60 et le milieu des années 70; toutefois, la taille des échantillons varie beaucoup. La plupart des mesures de rentabilité utilisées sont des mesures comptables, mais les rendements obtenus par les actionnaires sur les marchés boursiers sont aussi utilisés.

D'après les résultats, il y aurait certaines différences entre les pays. Dans quatre pays – la Belgique, la République fédérale d'Allemagne, les États-Unis et le Royaume-Uni – la rentabilité des entreprises était meilleure, en moyenne, après qu'avant l'acquisition par rapport à un groupe témoin, mais non par rapport à un autre. Mueller soupçonne que le gros de ces améliorations apparentes est attribuable à une moins bonne performance du groupe témoin ou à des facteurs fiscaux, plutôt que réels. Il souligne que toutes les améliorations enregistrées ne sont pas statistiquement significatives, contrairement aux résultats obtenus dans les trois pays où la performance s'est détériorée qui sont, eux, statistiquement significatifs. Son impression globale des résultats des mesures fondées sur des données comptables est que les acquisitions ont eu peu d'effet ou aucun effet sur la rentabilité.

La situation est bien différente lorsqu'on utilise les rendements obtenus par les actionnaires sur les marchés boursiers. Ces résultats ne sont pas obtenus à l'aide d'un modèle d'équilibre des marchés financiers, mais il y a quand même une relation intéressante entre eux et les résultats des études américaines qui sont, *eux*, obtenus à l'aide de ce modèle.

L'analyse qui a été faite à ce sujet concerne quatre pays et a consisté à examiner les rendements obtenus par les actionnaires des entreprises acheteuses sur les marchés boursiers au cours, en général, de chacune des trois à cinq années précédant et suivant l'acquisition. Cela permet non seulement de faire des comparaisons qui ressemblent en partie aux comparaisons fondées sur les données comptables, mais indique aussi les changements d'une année à l'autre dans la rentabilité à mesure que les acquisitions sont digérées. Dans chaque pays, l'évaluation des acquisitions faite au début de la période post-acquisition à partir des données boursières est en général positive, mais, à mesure que le temps passe, l'enthousiasme tend à diminuer. Dans certains cas, il diminue jusqu'au niveau de l'évaluation pré-acquisition des actions de l'entreprise, dans d'autres, il va même plus bas. L'interprétation de Mueller de cette tendance – qui suppose implicitement que les marchés assimilent rapidement et complètement toute l'information pertinente – est que les marchés réagissent rationnellement aux nouvelles données comptables décourageantes sur la performance post-acquisition. Comme nous le verrons tout de suite, des tendances analogues (pour la plupart aux

États-Unis) se dégagent des mesures de la performance fondées sur des données boursières qui sont produites à partir des modèles d'équilibre des marchés financiers, et des interprétations analogues en sont données.

L'approche fondée sur l'économie financière

Le modèle général d'équilibre des marchés financiers postule qu'à l'équilibre, le rendement attendu sur une action faisant l'objet d'échanges est une fonction linéaire du risque relatif « systématique » (bêta) qu'elle comporte par rapport à un portefeuille diversifié. En utilisant bêta pour estimer le rendement « normal » sur l'action, on peut comparer le rendement effectivement obtenu après que le marché boursier s'est rendu compte qu'un « événement » imminent concernant l'entreprise allait se produire, comme une acquisition, pour calculer le rendement « anormal » attribuable à cet événement. Comme, par définition, une acquisition met en jeu une entreprise acheteuse et une entreprise cible, cela signifie que deux rendements anormaux seront estimés, un pour chaque entreprise (si les deux sont cotées en bourse). Cette méthode repose sur l'hypothèse que tous les renseignements ayant trait à une action donnée qui sont diffusés dans le grand public sont immédiatement et complètement reflétés dans son prix. Depuis que cette approche méthodologique a été utilisée pour la première fois par Mandelker [1974], beaucoup d'auteurs l'ont appliquée à l'étude des effets des acquisitions sur la richesse. Étant donné la complexité des marchés des titres aux États-Unis, il n'est pas surprenant que la plupart des recherches effectuées dans ce domaine aient trait à ce qui s'est passé dans ce pays.

Aux États-Unis

Les études américaines sont trop nombreuses et se ressemblent trop pour qu'il vaille la peine de les considérer une à une. Celles qui ont été faites avant le début des années 80 sont résumées dans Jensen et Ruback [1983], tandis que celles qui ont paru depuis 1983 sont résumées dans Jarrell *et al.* [1988]. Ces études montrent invariablement, et on ne saurait s'en étonner, que les acquisitions procurent des gains appréciables aux actionnaires des entreprises cibles. En ce qui concerne les actionnaires des entreprises acheteuses, les conséquences sont incontestablement moins intéressantes, les laissant en général dans la même situation ou dans une situation légèrement moins bonne. Malgré tout, ces résultats ont amené les tenants de l'école de l'économie financière à dire que, dans l'ensemble, le « marché pour le contrôle de sociétés » réussit à promouvoir les intérêts de la société en accroissant la richesse totale. Il transfère les actifs des sociétés des directeurs moins capables ou moins désireux de maximiser la valeur de l'entreprise aux directeurs plus capables ou plus désireux d'agir de cette manière. Mais en plus, soutiennent-ils, il permet habituellement d'atteindre cet objectif socialement souhaitable sans accroître le pouvoir d'intervention des entreprises concernées sur les marchés [voir Jensen et Ruback, 1983; Jensen, 1988 et 1989].

Au Canada

Eckbo [1988], procédant de la même façon, porte un jugement encore plus favorable sur les acquisitions au Canada. Selon lui, même si les actionnaires des entreprises cibles canadiennes sont, comme leurs homologues américains, les principaux bénéficiaires des acquisitions, les actionnaires des entreprises acheteuses s'en tirent bien eux aussi. Il soutient que si les modèles d'équilibre des marchés financiers qui ont produit des estimations (ayant trait aux autres pays) de gains nuls ou de pertes pour les actionnaires des entreprises acheteuses avaient été mieux spécifiés, les rendements anormaux qu'auraient obtenus ces actionnaires auraient été plus élevés. À cause de ce point de vue, Eckbo se retrouve non seulement dans la minorité des auteurs qui pensent ainsi, mais il est aussi en désaccord avec Calvet et Lefoll [1985*a* et 1985*b*], à qui l'on doit l'une des rares études analogues au Canada. D'après eux, les actionnaires des entreprises cibles profitent des acquisitions, tandis que les actionnaires des entreprises acheteuses subissent des pertes.

Quelques réserves d'ordre conceptuel et une analyse rétrospective plus étendue

L'opinion optimiste de la rentabilité des acquisitions de sociétés qu'ont en général les tenants de l'école de l'économie financière a été contestée tant au niveau théorique que pratique. Il n'est pas dans notre propos ici de prendre part à la controverse, mais il convient de noter certains des points soulevés, en particulier celui qui a trait à l'intervalle durant lequel les effets sur la richesse indiqués s'exercent sur les actionnaires des entreprises acheteuses.

Scherer [1988] résume assez bien les critiques sur l'application de l'approche du modèle d'équilibre des marchés financiers à l'analyse de la rentabilité des prises de contrôle. Ces critiques doutent que les changements observés dans le cours des marchés boursiers reflètent nécessairement les changements de la valeur réelle, que les marchés boursiers soient efficaces du point de vue informationnel et, à

un niveau plus fondamental, que les modèles d'équilibre des marchés financiers existants soient même capables de répondre à ces questions. Au niveau opérationnel – celui qui nous intéresse particulièrement – l'utilisation même des intervalles durant lesquels les effets post-acquisition sont en général examinés est aussi mise en doute.

Essentiellement, les études d'« événements » suivent le mouvement du prix des actions sur des intervalles assez courts (habituellement quelques semaines) suivant l'annonce de l'événement en question, et l'enthousiasme pour les prises de contrôle comme moyen pour accroître la richesse est fondé en grande partie sur des données de ce genre qui portent sur de courtes périodes après l'événement. En effet, les études qui examinent la performance post-acquisition des actions sur des intervalles d'un à trois ans révèlent dans l'ensemble des rendements anormaux *négatifs*, quoique statistiquement non significatifs (un résultat que Scherer attribue aux variances élevées qui caractérisent le comportement à long terme des organismes à marche aléatoire comme les marchés boursiers). Pour lui, l'importance de ces rendements anormaux négatifs n'est pas diminuée par le fait qu'ils ne sont pas statistiquement significatifs. Même pour les analystes de l'école méthodologique diamétralement opposée, comme Jensen et Ruback [1983], ces rendements anormaux négatifs sont « inquiétants, parce qu'ils sont incompatibles avec l'efficacité des marchés et laissent entendre que les variations du prix des actions au cours des prises de contrôle surestiment les gains d'efficacité futurs de la fusion » [p. 20].

Ce qui est intéressant, de notre point de vue, c'est la ressemblance *qualitative* entre ces résultats – à savoir que les marchés boursiers ont une forte propension, réflexion faite, à revenir sur leur première décision au sujet de la rentabilité des acquisitions et à faire preuve de plus de modération – et les résultats obtenus dans l'étude de Mueller sur ce qui s'est passé en Europe. Il est aussi intéressant de constater que bon nombre des conglomérats américains dont les performances ont été citées au cours des dernières décennies comme des exemples de la supériorité inhérente du conglomérat comme forme de société sont beaucoup moins rentables depuis ce temps-là. Ils affichent aussi une tendance marquée à se départir de leurs avoirs.

5 Nouvelles recherches canadiennes

L'objet du présent chapitre est de présenter et d'analyser les résultats d'une nouvelle enquête sur la rentabilité des acquisitions de sociétés au Canada. Mais tout d'abord, un mot au sujet des données utilisées pour l'étude de cette rentabilité.

Une caractéristique frappante de la recherche sur la rentabilité des acquisitions de sociétés, et qui est aussi une caractéristique de l'ensemble des travaux de recherche dans ce domaine, est que les analystes utilisent habituellement *soit* des données comptables, *soit* des données du marché boursier; rarement utilisent-ils les deux en même temps. Étant donné notamment la difficulté de mesurer avec exactitude et objectivité les variations de la richesse en période d'inflation en utilisant des données comptables, il est compréhensible que les analystes préfèrent travailler avec les données du marché boursier. Ces données correspondent après tout à des valeurs *négociables sur le marché*, et les variations des cours boursiers produisent des effets réels et immédiats sur la richesse, au même titre que les dividendes. Le processus d'acquisition cependant met toujours en cause, des deux côtés de la transaction, un grand nombre d'entreprises dont les actions n'ont jamais été émises dans le public ou qui ne sont plus cotées en bourse. Par conséquent, il se peut qu'il n'y ait jamais eu de données boursières indiquant le rendement de ces entreprises; ou alors, si ces données ont existé, elles ont cessé d'exister une fois l'acquisition accomplie. Dans un cas comme dans l'autre, il ne reste que les données comptables pour faire l'analyse.

Il ne faut pas en déduire, comme on l'a fait trop souvent[1], que les données comptables sont impropres à produire des mesures suffisamment fiables de la rentabilité pour permettre des comparaisons valables d'une entreprise ou d'une industrie à l'autre et d'une époque à l'autre. Bien sûr, les états financiers de n'importe quelle société sont susceptibles de dégager une certaine idiosyncrasie et une subjectivité intéressée. Les principes comptables généralement acceptables, dont le concept est judiciairement reconnu, sont néanmoins assez bien établis pour conférer à la plupart des états financiers vérifiés (même si ces derniers ne sont habituellement pas rajustés pour tenir compte de l'inflation) une validité de base qui permet de faire des comparaisons fiables d'une entreprise à l'autre, et d'obtenir, sinon des résultats pour chacune des années, du moins des moyennes pour un certain nombre d'années. Autrement dit, l'hypothèse suivant laquelle, sur une période raisonnablement longue, l'écart absolu moyen entre le profit moyen véritable et le profit moyen déclaré approche probablement de zéro, n'est pas indéfendable. Par ailleurs, comme le font observer Long et Ravenscraft [1984] : « Compte tenu des sommes que le secteur privé consacre aux analyses de données comptables relatives aux profits, il faut une importante défaillance du marché pour expliquer une telle occurrence si les données sont sans valeur » [p. 499].

De plus, comme le font remarquer Herman et Lowenstein [1988], c'est principalement sur la base de données comptables que les grandes décisions sont prises couramment par la plupart des agents économiques, depuis les chefs d'entreprises jusqu'aux dirigeants syndicaux, en passant par les fournisseurs, les banquiers, et les différents intervenants sur les marchés de capitaux. Le marché boursier ne rejette pas non plus complètement les résultats comptables; ce sont souvent les seules données dont il dispose. En outre, les actionnaires attachent souvent une très grande importance aux données comptables, même lorsqu'ils ont accès par ailleurs aux données boursières. Autrement dit, les actionnaires, pour un bon nombre, ne se considèrent pas comme de simples intermédiaires qui ne manifestent qu'un intérêt transitoire pour les affaires de leur entreprise. Il leur faut donc un ensemble continu de données d'une vraisemblance uniforme de façon à pouvoir dégager une signification des performances relatives des entreprises, et faire des comparaisons d'une entreprise à l'autre, d'un secteur d'activité à l'autre et d'une période à l'autre.

Acquisitions partielles de sociétés cotées en bourse

Pour l'analyse de la rentabilité des sociétés canadiennes cotées en bourse qui ont été acquises et qui sont demeurées cotées en bourse après leur acquisition, nous avons utilisé à la fois des données comptables et des données boursières. Nous nous sommes inspirés des travaux de Jog et Riding [1988], lesquels portent eux aussi principalement sur la situation canadienne. Puisque nous utilisons leurs données et que leur étude est la première du genre au Canada (et apparemment, parmi l'une des rares études jamais faites sur le sujet dans le monde entier), nous commencerons par une brève description de leur méthode.

Jog et Riding ont puisé la plus grande partie de leurs données d'échantillon sur les acquisitions particlles dans le Registre des fusionnements du ministère de la Consommation et des Corporations[2]. Voici les critères sur lesquels ils se sont fondés pour inclure telle ou telle acquisition :

1 La transaction ne doit pas figurer dans la catégorie des « acquisitions totales ».

2 L'entreprise visée doit être cotée à la Bourse de Toronto.

3 La transaction doit avoir été annoncée au cours de la période comprise entre 1970 et 1981. Cette exigence avait pour but de permettre l'analyse de la période antérieure à la fusion (en remontant cinq ans en arrière), et de celle qui suivait la fusion (minimum quatre ans) [p. 238].

Une mise en garde s'impose au sujet de leurs recherches ainsi que des nouvelles données mentionnées ci-après, à savoir que les échantillons en double utilisés dans les deux cas ne sont pas aussi limpides qu'on pourrait le souhaiter. L'un des problèmes a trait à la notion de contrôle et est pratiquement insoluble. Au même titre que l'actionnaire qui détient plus de 50 % des actions avec droit de vote d'une société, un actionnaire qui détient une proportion plus petite, voire beaucoup plus petite, de ces actions peut aussi exercer un contrôle effectif. Tout cela dépend du degré de dispersion du reste du capital. Cela signifie que les échantillons peuvent contenir des acquisitions partielles où moins de 50 % des actions ont changé de mains, mais où il n'y a eu aucun changement de contrôle effectif parce que le reste du capital était étroitement réparti.

Heureusement, la presse financière canadienne arrive souvent à repérer ces acquisitions partielles où un nombre suffisant d'actions ont changé de mains pour constituer un transfert de contrôle effectif, et cela constitue un moyen précieux de vérification. Il faut dire aussi que les fonctionnaires du ministère de la Consommation et des Corporations qui tiennent le Registre des fusionnements sont très vigilants. Néanmoins, il peut arriver qu'un certain nombre (très peu, espérons-le) d'acquisitions partielles incluses dans les échantillons ne l'auraient pas été si les dossiers de la société visée avaient été rigoureusement examinés. Il y a aussi la possibilité que certaines « fusions » inscrites dans le Registre des fusionnements constituaient en fait une vente d'actifs par la société visée plutôt que le transfert de ses actions.

Sous un autre rapport, l'approche Jog-Riding se distingue admirablement. Contrairement aux ouvrages qui traitent du modèle de fixation des prix des biens de capital, la plupart des ouvrages qui traitent des acquisitions et qui se fondent sur des données comptables ont le grand défaut de n'accorder aucune attention, ou si peu, au risque couru par les sociétés en cause. Le risque est une fonction de la variabilité des profits et il est habituellement estimé soit par l'écart type de la mesure du profit en question, soit par son coefficient de variation. Mueller [1980], l'un de ceux, peu nombreux, qui font cette estimation, utilise le coefficient de variation. Jog et Riding omettent d'estimer la variabilité de leur mesure du profit établie à l'aide de données comptables, mais ils le font pour leur mesure établie à l'aide de données du marché boursier, au moyen à la fois de sa variance et de son coefficient bêta.

Leur mesure du profit établie à partir de données du marché boursier est un taux de rendement global appelé « richesse relative » qui se définit comme suit :

$$WR_t = (P_t - P_{t-1} + D_t)/P_{t-1}$$

où P_t et D_t sont, respectivement, le cours de clôture de l'action et le dividende versé au titulaire de cette action au cours du mois t. Ce rendement global est ensuite exprimé en termes d'après bourse, après déduction du rendement correspondant de l'indice 300 de la Bourse de Toronto. Leur échantillon (pour cette partie de la recherche) comprend 75 entreprises dont les actions ont été négociées au moins cinq ans avant et quatre ans après leur acquisition. Ils signalent que, pour l'ensemble de l'échantillon, la variation du rendement moyen après bourse, pendant la période postérieure à l'acquisition, n'est pas statistiquement significative.

Considérant à la fois la richesse nette relative et les variances, le tableau 5-1 fait ressortir nettement les changements qualitatifs exposés ci-après.

Tableau 5-1

Variations du rendement des actions sur le marché boursier, entreprises canadiennes objet d'une acquisition partielle, 1971-1981

	Richesse relative nette	
	Augmentation	Réduction
Variance :		
Augmentation	19	15
Réduction	20	21

Source Jog et Riding [1988].

Puisqu'une amélioration (ou une détérioration) non équivoque ne survient que lorsqu'une société enregistre une augmentation (ou une réduction) de son rendement après bourse *en même temps* qu'une augmentation (ou une réduction) nulle de sa variance, il y a 20 cas d'amélioration et 15 cas de détérioration non équivoques de la performance. Les 40 autres cas doivent être considérés comme ambigus. Il est impossible de pousser plus loin l'analyse à partir de ces résultats. Bien que la rigueur de l'argumentation qui sous-tend ces jugements soit irréprochable, il en résulte malheureusement que plus de la moitié des entreprises de l'échantillon se retrouvent dans un espèce de vide qualitatif. Comme nous le ferons valoir brièvement au moment de présenter nos nouvelles données, l'omniprésence de ce problème justifie le recours à des critères moins rigoureux.

L'analyse faite par Jog et Riding de leurs propres données comptables est encore plus réduite. Leur échantillon basé sur des données comptables est également beaucoup plus petit que celui basé sur les données du marché boursier, et leur intervalle d'observation est plus court. L'étude vise 41 entreprises seulement et les données portent sur une période de sept ans, soit les trois années précédant l'acquisition partielle et les trois années subséquentes. Les ratios mentionnés sont au nombre de quatre, et le plus pertinent d'entre eux est le taux de rendement des capitaux propres après impôt. Puisque, contrairement à l'analyse que Jog et Riding font des données du marché boursier, il n'y a pas de groupe témoin pour comparer la performance, aucune inférence qualitative ne peut être faite en partant de la constatation que, sur les 41 entreprises, 27 ont enregistré une augmentation du taux de rendement moyen de leurs capitaux propres sur trois ans, tandis que 14 affichaient une réduction. Cette constatation ne peut être mise en parallèle avec celle faite à partir des données du marché boursier, laquelle faisait intervenir un groupe témoin.

L'échantillon, les mesures de la performance et les groupes témoins

Notre échantillon des acquisitions partielles comprend celles des entreprises déjà recensées par Jog et Riding, auxquelles ont été ajoutées les acquisitions partielles similaires survenues entre 1963 et 1969 et en 1982-1983. Cependant, à *ni l'une ni l'autre* des deux mesures du profit utilisées, soit celle basée sur les données comptables et les deux basées sur les données du marché boursier, n'est appliqué un intervalle de 11 ans (cinq années « avant » et cinq années « après »). La mesure basée sur le marché boursier et (probablement) l'une de celles basées sur les données comptables sont les mêmes que celles utilisées par Jog et Riding; l'autre mesure comptable, le taux de rendement de l'actif avant impôt, est nouvelle.

L'échantillon

L'examen du Registre des fusionnements, créé en 1963, révèle que certaines entreprises acquises, soit en totalité, soit en partie (comme c'est beaucoup plus souvent le cas), l'ont été plus d'une fois. Certaines acquisitions partielles répétées sont espacées par des intervalles assez courts, d'autres par des intervalles plus longs. Puisque la plupart des acquisitions répétées ont été réalisées à l'intérieur du même intervalle de 11 ans, il s'ensuit inévitablement que la décision de les considérer ou pas comme des actions distinctes relève plutôt de l'arbitraire. Pour les besoins de la présente analyse, les acquisitions partielles qui ont été répétées à l'intérieur d'un délai de deux ans sont considérées comme une seule et même opération, de sorte que la période d'observation antérieure à l'acquisition commence cinq ans avant la première acquisition et la période d'observation postérieure se termine cinq ans après la dernière acquisition.

Les mesures de la performance

Les deux taux de rendement établis à partir de données comptables sont calculés avant la prise en compte des postes extraordinaires (non susceptibles de se répéter) des profits et des pertes. La décision d'exclure des numérateurs ces éléments souvent substantiels implique un arbitrage. Dans une perspective *ex post*, ces postes extraordinaires constituent tout autant des profits et des pertes pour la société et ses actionnaires que les profits ou les pertes résultant des activités « ordinaires ». Il est plausible également que, même s'ils peuvent fausser les comparaisons de la performance de l'entreprise d'une année à l'autre, ces postes n'aient guère d'impact sur les mesures de la moyenne de la performance comparée sur plusieurs années. Mais puisque cette distorsion annuelle risque d'annihiler la mesure du *risque*, l'analyste est obligé de faire le choix de Hobson. Dans l'ensemble, il semble moins dommageable de sacrifier un peu sur l'exactitude des estimations des taux de rendement moyens au profit d'une plus grande exactitude dans les mesures du risque.

Un autre point qui mérite d'être mentionné est le fait que l'élément fiscal du taux de rendement des capitaux propres après impôt est la somme de l'impôt sur le revenu annuel exigible et de l'impôt sur le revenu annuel reporté. Puisque les impôts reportés résultent des écarts entre l'amortissement

comptable et les déductions pour amortissement, la plupart des entreprises n'auront en fait jamais à les payer tant qu'elles maintiendront leurs niveaux antérieurs de formation de capital. Ces impôts ne peuvent donc réellement être classés dans la même catégorie que les impôts sur le revenu exigibles. Néanmoins, ils sont traités comme s'ils faisaient partie de la même catégorie, et ce pour deux raisons : premièrement, parce que dans le cas de bon nombre des entreprises incluses dans l'échantillon, il était impossible d'en connaître le montant exact, et deuxièmement, parce que le fait de les inclure ne fausse pas vraiment le rapport qui existe entre les entreprises et leurs groupes témoins.

Le fait d'inclure le total des actions dans le dénominateur du taux de rendement des capitaux propres a pareillement une incidence minime, voire nulle, sur l'analyse. La mesure la plus appropriée des profits comptables réalisés par les actionnaires est bien sûr le taux de rendement des actions ordinaires, mais les données ne permettent tout simplement pas de déterminer les capitaux propres et les dividendes correspondant à chacune des diverses catégories d'actionnaires. Le fait que les entreprises de l'échantillon et leurs groupes témoins soient traités sur le même pied contribue également à minimiser la distorsion.

Les groupes témoins

Le choix du groupe témoin[3] le plus approprié est plus facile avec l'analyse des données du marché boursier. On suppose que l'actionnaire moyen perçoit le rendement d'un titre négocié donné en fonction du rendement d'un portefeuille diversifié d'autres titres en bourse. L'indice 300 de la Bourse de Toronto fait donc l'affaire. Lorsqu'on utilise les états financiers de l'entreprise pour obtenir la contrepartie comptable de cette mesure du rendement, à savoir le taux de rendement des capitaux propres après impôt, un taux de rendement pondéré analogue, pour les entreprises composant l'indice 300 de la Bourse de Toronto devrait normalement être satisfaisant, mais sa mise au point est très laborieuse. Le substitut pratique le plus près est le taux de rendement moyen pondéré « toutes industries » obtenu à partir des statistiques financières des entreprises élaborées par Statistique Canada; c'est là un bon substitut en raison de la place importante occupée par les grandes entreprises. Pour plus de sûreté cependant, une autre série est établie dans laquelle le groupe témoin est le secteur d'activité de l'entreprise correspondant à la nomenclature à trois chiffres de la Classification type des industries.

Les choses commencent à se corser lorsque l'analyse aborde la troisième mesure de rendement fondée sur les données comptables, soit le taux de rendement de l'actif avant impôt. Idéalement, la performance de chaque entreprise devrait être comparée avec le rendement moyen pondéré correspondant de son groupe témoin, mais il n'est pas facile de trouver ce groupe, compte tenu des différences qui existent entre les gammes de produits de la majorité des grandes entreprises dans la plupart des secteurs d'activité au Canada. Certains analystes, comme Mueller [1980], préfèrent choisir deux ou trois entreprises dans la même branche d'activité pour constituer le groupe témoin. D'autres, à l'instar de Ravenscraft et Scherer [1987], choisissent des groupes témoins représentant l'ensemble des secteurs d'activité correspondant à la nomenclature à trois ou quatre chiffres de la Classification type des industries. Compte tenu de la forte concentration de la plupart des secteurs d'activité au Canada d'une part, et de la grande diversification des gammes de produits des entreprises d'avant-garde d'autre part, le groupe témoin correspondant au troisième niveau de la Classification type des industries semble convenir davantage qu'une petite poignée d'entreprises équivalentes choisies arbitrairement.

Les rendements des entreprises de l'échantillon avant et après l'acquisition sont tous deux évalués en fonction de deux variables : un taux de rendement moyen sur des intervalles de trois, quatre et cinq ans, respectivement, et l'écart type correspondant. Comme nous l'avons mentionné relativement à l'étude de Jog et Riding, pour qu'il y ait amélioration (ou détérioration) *non équivoque* du rendement, il faut que s'accroisse (ou diminue) la mesure du profit moyen de l'entreprise et que ne survienne aucune augmentation (ou diminution) de sa mesure du risque. Cette rigueur permet d'obtenir un ensemble de comparaisons exemptes d'ambiguïté, mais malheureusement, comme nous l'avons vu, elle produit aussi un autre ensemble qui rend impossible toute évaluation, à moins d'apporter des correctifs supplémentaires. Comme le confirment nos échantillons qui se recoupent, les résultats obtenus dans une proportion considérable de cas, pour un échantillon d'acquisitions d'une taille raisonnable, seront vraisemblablement des indicateurs de rendement qui varieront dans la même direction. Une règle de décision qui stipule simplement que tous les résultats de cette nature sont ambigus, sans permettre de les distinguer davantage entre eux sur le plan qualitatif, est trop austère à notre avis. Il convient donc de rechercher une norme qui soit plus souple.

L'élaboration d'une telle norme soulève cependant un problème. Le consentement à assumer le risque est très subjectif et complexe. Les choses s'améliorent, mais très peu, si nous supposons que, pour la plupart des individus, la prise en charge des risques est une activité qui comporte une désutilité plutôt qu'une utilité, et qu'il faut par consé-

quent indemniser ceux qui acceptent de prendre ces risques. La question importante à se poser est la suivante : Quelle sorte de rapport y a-t-il entre une variation donnée du risque moyen supporté par un actionnaire qui détient un nombre précis d'actions d'une société et la variation compensatoire du rendement de ces actions requise pour maintenir cet actionnaire au même niveau de prospérité ? Est-il réaliste de supposer que l'actionnaire moyen a une aversion pour le risque, au sens où, pour des taux d'accroissement constants et successifs du risque rattaché à la possession d'actions données, les taux d'accroissement compensatoires du rendement doivent eux-mêmes augmenter ? En revanche, pour des taux de réduction constants et successifs du risque, les taux de réduction compensatoires du risque doivent diminuer. Cette hypothèse fait avancer le débat sur le plan théorique, mais non sur le plan pratique.

Nous ne disposons d'aucuns moyens pratiques d'estimer ces taux de changement compensatoires pour les entreprises et les actionnaires de notre échantillon; donc, il n'y a pas d'autre solution que de supposer qu'il existe entre eux un lien direct d'égalité. En d'autres termes, au lieu de partir de l'hypothèse théoriquement supérieure, mais concrètement impraticable, que l'accroissement de la participation aux risques, comme tout autre bien négatif, peut entraîner une augmentation de la désutilité marginale, tous les actionnaires de toutes les entreprises de l'échantillon sont traités comme si leur participation aux risques comporte une désutilité marginale constante. Ainsi, le rendement d'une société acquise est considéré comme s'étant amélioré si l'écart type de son taux de rendement moyen après l'acquisition s'est accru à un certain rythme par rapport à celui de sa contrepartie avant l'acquisition, tandis que le taux de rendement moyen correspondant a augmenté par rapport à sa contrepartie à un rythme plus rapide. Cependant, si le taux de rendement moyen s'est accru moins rapidement, on considère que le rendement s'est détérioré. De même, le rendement est considéré comme s'étant détérioré si une réduction de l'écart type après l'acquisition s'accompagne d'une diminution plus forte du taux de rendement moyen, et comme s'étant amélioré si elle s'accompagne d'une diminution moins forte[4].

Les conclusions

Les présents critères s'appliquent d'abord à une mesure du rendement devant servir à indiquer dans quelle mesure les administrateurs d'une société ont su faire fructifier l'actif sur lequel ils avaient une emprise, c'est-à-dire le taux de rendement de l'actif avant impôt. Le tableau 5-2 donne, pour l'ensemble des entreprises de l'échantillon, l'évaluation qualitative de la variation après l'acquisition, pendant trois intervalles successifs, du taux de rendement annuel moyen de l'actif de chaque entreprise, compte non tenu du taux de rendement correspondant pour son secteur d'activité, modifié en fonction de la participation aux risques (selon les modalités mentionnées ci-dessus) par la variation correspondante de l'écart type.

Ce tableau montre qu'environ 40 % des sociétés acquises ont amélioré leur rendement après l'acquisition, que 40 % environ ont vu leur rendement se détériorer et que le rendement est demeuré le même pour environ 20 % d'entre elles. Il montre aussi que, pour l'ensemble du groupe, ce même bilan aurait été perceptible si la période d'observation avait été confinée aux trois années avant et après les acquisitions. Le fait de prolonger la période d'observation

Tableau 5-2

Variations du taux de rendement net de l'actif compte tenu du risque, entreprises canadiennes objet d'une acquisition partielle, 1963-1983

	$t^1 \pm 3$		$t \pm 4$		$t \pm 5$	
	Nombre d'entreprises	Pourcentage	Nombre d'entreprises	Pourcentage	Nombre d'entreprises	Pourcentage
Amélioration	44	40	44	41	44	42
Diminution	40	36	45	42	46	43
Stable	26	24	19	17	16	15
Total	110	100	108	100	106	100

1 Le t indique l'année de l'acquisition.

Source Jog et Riding [1988] et de renseignements additionnels fournis par l'auteur.

et de l'étendre d'abord aux quatre, puis aux cinq années précédant et suivant les acquisitions n'a guère d'incidence sur l'évaluation globale. Pour chacun des trois intervalles, il n'y a pas de différence statistiquement significative entre le taux de rendement net moyen du groupe avant l'acquisition et le même rendement après l'acquisition.

Nous étudions maintenant trois mesures du rendement qui rendent compte des profits réalisés par les propriétaires de l'entreprise, c'est-à-dire les actionnaires. L'une d'elles s'appuie sur les données du marché boursier et les deux autres, sur des données comptables. Les indications qualitatives que nous révèlent ces mesures au sujet des variations du rendement qui ont suivi l'acquisition des entreprises de l'échantillon sont résumées au tableau 5-3.

On constate une ressemblance frappante entre les données de ce tableau et celles du tableau 5-2. La répartition des rendements relatifs, soit environ 40 % des entreprises qui ont amélioré leur rendement, 40 % environ qui l'ont vu se détériorer et 20 % environ dont le rendement est resté le même, est identique. Les deux tableaux révèlent qu'il n'y a pas de différence statistiquement significative entre les taux de rendement avant et après l'acquisition[5]. Et, comme dans le cas précédent, on aurait pu obtenir le même tableau d'ensemble si la période d'observation avait été confinée aux trois années qui ont précédé et suivi l'acquisition. Les mêmes résultats auraient pu également être obtenus en utilisant *l'un ou l'autre* des deux types de données, soit celles du marché boursier et les données comptables, conclusion qui devrait permettre dans une certaine mesure de combler le fossé perceptuel qui sépare entre eux les analystes qui n'utilisent qu'un seul type de données. (Les résultats obtenus lorsque le groupe témoin, pour les besoins de la comparaison des taux de rendement des capitaux propres d'après les données comptables, est le secteur industriel auquel appartient chacune des entreprises, sont essentiellement les mêmes.)

Nous obtenons sensiblement la même répartition des changements qualitatifs, comme on peut le voir au tableau 5-4, lorsque nous mettons en parallèle les prises de contrôle effectuées par des sociétés d'appartenance étrangère et celles réalisées par des sociétés appartenant à des intérêts Canadiens.

Puisqu'il n'y a aucune raison de croire a priori que la nationalité de l'acquéreur influe sur la rentabilité de l'entreprise acquise, il n'y a pas lieu de s'étonner de ce résultat. De même, les résultats indiqués au tableau 5-5 ne surprennent guère, pour des raisons semblables. La répartition des résultats selon les deux types d'acquisition, horizontale et non horizontale, est conforme au modèle devenu maintenant familier.

Le tableau 5-6 fait ressortir un autre aspect de la situation; il établit une distinction entre les entreprises qui affichaient un rendement supérieur dans leur secteur respectif avant l'acquisition et les autres; ces dernières ou bien avaient un rendement inférieur, ou bien avaient un rendement équivalent à celui de la moyenne du secteur. Étiquetées respectivement « perdants » et « performances moyennes », elles représentent chacune environ 40 % de l'ensemble des entreprises acquises, tandis que les entreprises à rendement supérieur, qualifiées de « gagnants », composent les 20 % qui restent. Cette répartition semble indiquer que le symptôme de l'échec de même que l'aspect terne de la banalité et de l'ordinaire peuvent attirer davantage les acquéreurs éventuels que le succès. Ou encore, du point de vue de la gestion, on pourrait déduire que, parmi les avantages dont bénéficient les gestionnaires qui obtiennent un meilleur rendement que leurs pairs du même secteur industriel, il y a la possibilité réduite de voir leur entreprise absorbée par une autre. Dans la même optique, mais exprimé d'une autre manière, on pourrait dire qu'au fardeau que supportent déjà les gestionnaires dont l'entreprise affiche une rentabilité égale ou inférieure à celle des autres, doit s'ajouter le spectre de la prise de contrôle auquel ils sont plus exposés que leurs collègues qui réussissent mieux.

Les choses se corsent encore davantage au tableau 5-7. Plus de la moitié des entreprises acquises qui avaient été classées auparavant parmi les perdants enregistrent après coup des rendements améliorés; c'est là plus du double du taux d'amélioration observé chez les sociétés qui faisaient partie de la catégorie des gagnants avant l'acquisition.

Inversement, une bonne moitié des « gagnants » voient leur rendement se détériorer après l'acquisition, alors que c'est le cas d'environ un tiers seulement des « perdants ». Pour compléter l'étude, le tableau 5-8 présente une ventilation des résultats post-acquisition d'après la situation pré-acquisition.

Dans ce tableau également, les perdants d'autrefois se distinguent, et elles sont beaucoup plus nombreuses dans la catégorie du rendement amélioré que les autres entreprises. Par comparaison, le tableau 5-7 montre comment les gagnants d'autrefois, qui constituent une catégorie moins nombreuse, se comportent après l'acquisition. Le rendement de plus de la moitié d'entre elles se détériore, ce qui correspond à plus du double du taux auquel ces entreprises ont amélioré leur rendement. Les rendements les plus uniformément répartis se trouvent dans la grande catégorie des entreprises à performance moyenne; mais même pour ces dernières, le nombre d'entreprises dont le rendement s'est détérioré est plus élevé que celui des sociétés dont le

Tableau 5-3

Variations du taux de rendement net aux actionnaires compte tenu du risque, entreprises canadiennes objet d'une acquisition partielle, 1963-1983

	Marché boursier richesse relative nette						Taux de rendement comptable des capitaux propres											
							Contrôle : toutes les industries						Contrôle : industrie					
	$t^1 \pm 3$		$t \pm 4$		$t \pm 5$		$t \pm 3$		$t \pm 4$		$t \pm 5$		$t \pm 3$		$t \pm 4$		$t \pm 5$	
	Nombre d'entre-prises	Pour-centage	Nombre d'entre-prises	Pour-centage	Nombre d'entre-prises	Pour-centage	Nombre d'entre-prises	Pour-centage	Nombre d'entre-prises	Pour-centage	Nombre d'entre-prises	Pour-centage	Nombre d'entre-prises	Pour-centage	Nombre d'entre-prises	Pour-centage	Nombre d'entre-prises	Pour-centage
Amélioration	39	39	43	47	37	43	42	38	44	40	40	37	43	38	46	43	38	39
Diminution	51	51	43	47	43	50	44	40	44	40	52	48	39	35	42	39	40	41
Stable	9	10	6	6	6	7	24	22	21	20	17	15	31	27	20	18	20	20
Total	99	100	92	100	86	100	110	100	109	100	109	100	113	100	108	100	98	100

1 Le *t* indique l'année de l'acquisition.

Source Jog et Riding [1988] et de renseignements additionnels fournis par l'auteur.

Tableau 5-4

Variations du taux de rendement net de l'actif compte tenu du risque[1], entreprises canadiennes objet d'une acquisition partielle, acquéreurs étrangers et nationaux, 1963-1983

	Amélioration		Diminution		Stable		Nombre total
	Nombre	Pourcentage	Nombre	Pourcentage	Nombre	Pourcentage	
Acquéreurs étrangers	9	39	11	48	3	13	23
Acquéreurs nationaux	30	44	26	38	12	18	68
Total	39		37		15		

1 Les cinq années précédant ou suivant l'acquisition.
SOURCE Jog et Riding [1988] et de renseignements additionnels fournis par l'auteur.

Tableau 5-5

Variations du taux de rendement net de l'actif compte tenu du risque[1], entreprises canadiennes objet d'une acquisition partielle, acquisitions horizontales et non horizontales, 1963-1983

	Amélioration		Diminution		Stable		Nombre total
	Nombre	Pourcentage	Nombre	Pourcentage	Nombre	Pourcentage	
Acquisitions horizontales	25	44	23	40	9	16	57
Acquisitions non horizontales	14	44	14	44	5	12	33
Total	39		37		14		

1 Les cinq années précédant ou suivant l'acquisition.
SOURCE Jog et Riding [1988] et de renseignements additionnels fournis par l'auteur.

rendement s'est amélioré. Nous reviendrons sur ces résultats intrigants à la fin de la prochaine section[6].

La principale impression qui se dégage de la comparaison de la rentabilité de l'ensemble des entreprises de l'échantillon avant et après l'acquisition, est celle de mouvement sans changement, à tout le moins sans progrès. En utilisant des mesures différentes et en les appliquant pour des intervalles différents, nous obtenons toujours à peu près les mêmes résultats. Lorsqu'une société canadienne est rachetée par une autre société, il y a deux chances sur cinq environ que sa rentabilité s'améliore par la suite . . . et aussi deux chances sur cinq qu'elle se détériore. Il reste une dernière chance sur cinq qu'il n'y ait aucun changement. En ce qui concerne la rentabilité moyenne de l'ensemble des entreprises acquises, elle a tendance à ne pas varier. Nous pouvons donc ajouter notre propre témoignage, qui n'est pas sans valeur, aux nombreuses données recueillies sur l'expérience d'autres pays et qui aboutissent à la conclusion que, comme phénomène, la prise de contrôle d'entreprises n'améliore pas la rentabilité (pour employer une formule prudente), quelle que soit la façon dont on mesure cette rentabilité. Au mieux, elle a une incidence nulle sur ce plan.

Cette constatation présente un intérêt considérable à plusieurs égards. Nous avons déjà signalé le fait que les chefs d'entreprises sont habituellement les premiers à déménager lorsque survient une acquisition. Bien qu'ils soient finalement indispensables au processus, les actionnaires ont

Tableau 5-6

Situation pré-acquisition des entreprises canadiennes objet d'une acquisition partielle, 1963-1983

	Nombre	Pourcentage
Gagnants	24	22
Perdants	44	41
Performances moyennes	40	37
Total	108	100

SOURCE Jog et Riding [1988] et de renseignements additionnels fournis par l'auteur.

Tableau 5-7

Situation pré-acquisition des entreprises canadiennes objet d'une acquisition partielle par rapport au rendement post-acquisition, 1963-1983

	Gagnants		Perdants		Performances moyennes	
	Nombre	Pourcentage	Nombre	Pourcentage	Nombre	Pourcentage
Amélioration	5	24	24	57	15	38
Diminution	14	58	16	35	16	39
Stable	5	18	4	8	9	23
Total	24	100	44	100	40	100

SOURCE Jog et Riding [1988] et de renseignements additionnels fournis par l'auteur.

Tableau 5-8

Rendement post-acquisition des entreprises canadiennes objet d'une acquisition partielle par rapport à la situation pré-acquisition, 1963-1983

	Amélioration		Diminution		Stable	
	Nombre	Pourcentage	Nombre	Pourcentage	Nombre	Pourcentage
Gagnants	5	11	14	30	5	28
Perdants	24	55	16	35	4	22
Performances moyennes	15	34	16	35	9	50
Total	44	100	46	100	18	100

SOURCE Jog et Riding [1988] et de renseignements additionnels fournis par l'auteur.

tendance à être passifs. Ils se contentent en général d'acquiescer, alors que ce sont leurs propres actifs qui sont en jeu. Il faudrait tout de même qu'ils sachent que la prise de contrôle d'une autre société, qui, invariablement, leur est présentée comme étant dans leur intérêt, est une opération qui peut aussi bien jouer contre eux qu'en leur faveur. Il y aurait lieu d'entreprendre des recherches en vue de déterminer l'incidence de ces prises de contrôle sur les autres, que ces autres soient les travailleurs ou les autres actionnaires de l'entreprise, ainsi que sur la productivité globale de l'entreprise et sur sa compétitivité, en bout de ligne, afin de définir leurs éventuelles répercussions sur le plan stratégique pour le Canada (voir chapitre 6).

Des lendemains qui ne chantent pas

Les raisons pour lesquelles des sociétés décident de s'étendre en en acquérant d'autres se résument en fin de compte en une seule : l'attente de certains résultats après l'acquisition, à savoir une amélioration du niveau de bénéfices des actifs ainsi acquis. Or, il est clair que ces espoirs sont vains dans la plupart des cas. Nous tenterons, dans la présente partie, d'expliquer brièvement pourquoi il en est ainsi, d'une manière générale et plus particulièrement dans le contexte canadien.

Meeks [1977] a donné à son étude sur la rentabilité des acquisitions britanniques le titre sans équivoque de *Disappointing Marriage: A Study of the Gains from Mergers* et a choisi comme épigraphe la phrase suivante de Robert Louis Stevenson : « Un homme qui se marie devient paresseux et égoïste, et son être moral subit une dégénérescence graisseuse » [p. iv].

Un pronostic aussi sombre n'est pas à écarter, nous le savons bien, dans le cas des sociétés acquises; cependant, l'analogie s'arrête là. Lorsque deux personnes s'unissent par le mariage, il est bien rare que l'une d'elles se présente accompagnée d'une suite dont la plupart – sinon la totalité – des principaux membres ont des raisons valables de s'inquiéter de l'union. Dans un « mariage » entre sociétés, cela n'a rien d'inhabituel. Vu l'existence d'autres différences importantes, il serait plus approprié de considérer l'acquisition d'une société non comme un mariage supposant une relation future entre les parties contractantes, mais comme une transaction entre deux parties dont l'une s'éclipse immédiatement en laissant l'autre prendre soin d'une troisième partie dont le comportement ultérieur déterminera dans une large mesure l'issue de toute l'entreprise.

Après tout, l'initiative des prises de contrôle revient habituellement aux dirigeants des sociétés acheteuses, et ce

sont toujours eux qui les négocient. Ils ne concluent toutefois pas les transactions avec leurs homologues des sociétés cibles, mais avec les actionnaires qui contrôlent celles-ci. Une fois l'accord passé, ces actionnaires quittent la scène. Quant aux dirigeants des firmes cibles, ils ne sont que des spectateurs passifs, à moins de détenir eux-mêmes des actions. Pour revenir à l'analogie avec un mariage (et la pousser davantage), ces dirigeants assistent à la cérémonie en simples invités, et non de plein droit; à moins que la prise de contrôle ne soit très « inamicale », ils n'ont guère, voire pas du tout, leur mot à dire quant à la dot ou au contrat de mariage. Il n'est donc pas surprenant que certains d'entre eux se demandent s'ils auront leur place, et laquelle, dans le nouveau ménage. Paradoxalement, les parties qui s'unissent ne cohabiteront pas par la suite, et le sort de leur union sera, dans une large mesure, entre les mains de ceux qui ont le moins souhaité qu'elle s'accomplisse.

La meilleure comparaison est celle qu'on peut établir avec un domaine féodal administré par un intendant au nom d'un propriétaire absentéiste, lequel est satisfait tant que les tenanciers paient régulièrement leurs redevances. Si ce propriétaire décidait de céder ses titres sur le domaine de telle façon que le pouvoir de prendre les décisions soit en fait transféré aux gestionnaires d'un autre domaine, l'intendant en place s'en inquiéterait inévitablement. Lorsqu'il s'agit de sociétés, l'inquiétude provoquée par une acquisition varie sans doute selon que celle-ci est plus ou moins « inamicale », mais certains au moins des dirigeants en éprouveront, même dans le cas le plus favorable.

Jusqu'à une date récente, la dynamique organisationnelle associée aux acquisitions a été largement négligée, non seulement par les économistes, mais aussi par les spécialistes d'autres disciplines. De ce fait, les renseignements dont on dispose sur cet important sujet sont en grande partie anecdotiques. Walter [1988], qui les a étudiés, les juge cependant très révélateurs. Comme il fallait s'y attendre, le comportement des dirigeants des sociétés qui viennent de faire l'objet d'une acquisition révèle leur malaise de différentes manières – mais pas nécessairement à des degrés différents – selon le type d'acquisition.

Avant d'établir des distinctions selon le type d'acquisition, deux observations d'ordre général s'imposent. La présente étude porte avant tout sur les cas où la société acquise continue de fonctionner comme une entité distincte, la « fusion » matérielle entre firme acheteuse et firme achetée étant limitée ou nulle. Par conséquent, les dirigeants de la firme acheteuse doivent exercer un contrôle à distance. Cet élément n'est pas sans importance, même dans le cas relativement rare où il s'agit de firmes voisines. Comme tout militaire d'un certain grade peut en témoigner, le fait de passer une consigne selon la voie hiérarchique ouvre des possibilités presque illimitées de malentendu et de confusion complète, si directe que semble la communication. Étant donné qu'une acquisition met habituellement en jeu des firmes géographiquement éloignées, et souvent très distantes l'une de l'autre, il faut s'attendre à de fréquents problèmes. L'acquisition pourrait avoir l'effet paradoxal d'accroître à la fois la sécurité d'emploi et le niveau de frustration des dirigeants en place dans la société acquise. Jouissant peut-être d'une moindre autonomie qu'auparavant (pour un temps du moins), ils doivent suivre les instructions d'une nouvelle direction qui peut n'avoir (du moins temporairement) qu'une connaissance superficielle, sinon une idée erronée, de la situation locale.

Si les dirigeants en place sont remplacés par une nouvelle équipe, celle-ci connaît ses propres problèmes. Quel que soit le talent des nouveaux dirigeants, ils doivent se familiariser avec une affaire qui présente inévitablement ses particularités, dont beaucoup sont imprévues et imprévisibles. En outre, malgré tout leur tact, ils peuvent constater qu'ils se heurtent à une méfiance marquée, pour ne pas dire à une hostilité, de la part de subordonnés qui s'étaient habitués à travailler avec leurs prédécesseurs. Ces problèmes se posent même lorsque la firme acquise était antérieurement la filiale d'une autre société : les dirigeants de la société mère précédente avaient sans doute réalisé depuis longtemps leur adaptation.

Les dirigeants de sociétés cibles faisant l'objet d'acquisitions verticales de la part de sociétés acheteuses beaucoup plus importantes peuvent avoir l'impression d'être écrasés, mis sur la touche, et se sentir par conséquent dépossédés de leur autonomie et incertains quant à l'orientation à suivre. Ce malaise risque d'autant plus d'être profond que, si bien intentionnés soient-ils, leurs nouveaux patrons – les dirigeants de la firme acheteuse – demeurent longtemps des néophytes mal placés pour assurer en temps opportun une direction compétente, alors que les mesures de contrôle qu'ils imposent nécessairement sont source d'irritation et d'inquiétude.

Toutes les formes d'acquisitions non horizontales s'accompagnent de tensions analogues. Dans le cas dit « concentrique » où la société acheteuse est intéressée par une certaine capacité technologique de la firme qu'elle achète, capacité grâce à laquelle elle pourra élargir sa gamme de produits et ses marchés propres, il est probable que les deux sociétés aient des modes de fonctionnement interne sensiblement différents. Toute fonction peut après tout être accomplie de plusieurs façons, et avec une efficacité qui est peut-être égale. Au lieu de se contenter de veiller à la *compatibilité* des modes de fonctionnement de manière à

répondre aux exigences d'efficience, les dirigeants de la société acheteuse tiennent souvent à imposer l'*uniformité*, ce qui revient parfois à réduire à néant des années d'efforts soutenus de la part des dirigeants de la société achetée. Au coût de l'adaptation de ces derniers aux nouvelles méthodes qui leur sont imposées, il faut alors en ajouter un autre, moins immédiatement perceptible mais en fin de compte non moins réel, celui de la contrariété qui leur est infligée. Si les dirigeants de la firme acheteuse, aveuglés par l'arrogance, écartent toute possibilité que différentes approches se vaillent pour effectuer une tâche donnée – ils risquent d'y perdre plus qu'ils n'y gagneront.

Il a été question jusqu'ici des tensions qui naissent lorsqu'il existe différentes manières de faire la même chose, ou presque la même chose. Tournons-nous maintenant vers celles qui se manifestent lorsqu'il existe différentes manières de faire des choses différentes, situation qui est caractéristique des acquisitions opérées par des conglomérats, dans lesquelles la société acheteuse et la société achetée ont des champs d'activité différents. À l'exception des cas où les dirigeants de la société acheteuse ont l'intention de procéder à un changement radical, les principales ingérences auxquelles seront soumis les dirigeants de la société achetée relèvent du contrôle financier plutôt que du contrôle technique. Un marché interne des capitaux exige, après tout, des sociétés membres la présentation particulièrement rapide de rapports financiers détaillés; c'est à cette seule condition qu'il permet une affectation plus efficiente des ressources que le marché externe. Comme le note Walter [1988], « l'imposition de mesures de contrôle financier plus strictes équivaut cependant à une perte d'autonomie pour des dirigeants qui avaient autrefois d'importants pouvoirs en ce domaine et qui avaient su 's'en tirer' assez bien » [p. 277].

Plus la proportion du prix d'acquisition réglée au moyen de l'emprunt est élevée, plus le contrôle sera rigoureux. Comme l'ont signalé Ravenscraft et Scherer [1987] dans leur étude du cas de plusieurs acquisitions opérées par des conglomérats et qui se sont en fin de compte soldées par des échecs, les dirigeants de firmes acquises dont l'autonomie est réduite deviennent rapidement moins efficients.

Les dirigeants de firmes ayant fait l'objet d'acquisitions horizontales rencontrent également des problèmes d'adaptation lorsque les dirigeants d'une société qui était auparavant leur concurrente deviennent leurs patrons. Il n'est absolument pas certain que le fait de nouer des liens « familiaux » mettra fin à leur relation antérieure, peut-être ancienne, de concurrence. Même lorsque la part combinée du marché s'accroît à la suite de l'acquisition, il semble bien que les rivalités résultant, entre les firmes liées l'une à l'autre, d'une mauvaise définition ou d'un chevauchement des sphères de compétence puissent être aussi intenses, sinon plus, que celles qui existent entre des concurrents réels sans liens entre eux.

Cette énumération des risques de mauvais fonctionnement qui peuvent facilement devenir réalité au lendemain des acquisitions réalisées par des conglomérats n'est pas exhaustive. Par exemple, il n'a pas été question des conséquences que pourrait avoir le départ des dirigeants de firmes ayant fait l'objet d'acquisitions qui mettraient leurs compétences et leur connaissance intime de leurs anciennes sociétés au service de sociétés rivales. Il existe en fait nombre de guêpiers et de traquenards dans lesquels il est facile de tomber par inadvertance ou par malchance. Nous en avons toutefois assez dit pour montrer qu'après leur acquisition les firmes cibles deviennent, et demeurent quelque temps, un champ où s'exercent en une interaction très complexe des forces économiques et organisationnelles opposées. Un élément positif a été décrit au chapitre 2, à savoir les efficiences économiques réelles que peut générer l'acquisition. Les lendemains d'une union entre sociétés apporteront en général toujours leur lot de difficultés mais, et c'est le point essentiel, dans les unions solides les points positifs l'emportent sur les points négatifs, et les résultats s'améliorent rapidement après l'acquisition. Ils se détériorent, ou restent au mieux inchangés, lorsque la balance penche en sens inverse.

En énumérant les facteurs organisationnels susceptibles de transformer en échecs même les acquisitions les plus prometteuses d'un point de vue économique, c'est à dessein que nous n'avons pas fait allusion aux résultats empiriques signalés dans la partie précédente. Mieux vaut établir dans l'abstrait ces distinctions entre les conséquences des acquisitions pour les cadres des firmes acquises plutôt que de tenter de parvenir à une vraisemblance grâce à nos données empiriques. Celles-ci ont été obtenues à partir d'un échantillon qui, bien qu'assez important pour justifier les jugements qualitatifs qui ont été énoncés, comporte trop peu d'acquisitions clairement identifiables comme appartenant aux types rigoureusement définis pour fournir des données empiriques fiables sur les aspects organisationnels particuliers à chaque type. C'est particulièrement vrai des données les plus pertinentes, à savoir celles qui concernent le rendement après acquisition de firmes qui faisaient antérieurement figure, dans leurs secteurs respectifs, soit de gagnants, soit de perdants, ou encore qui obtenaient des résultats moyens.

Bien que l'échantillon soit trop réduit pour fournir des données valables selon le type d'acquisition, il est de taille suffisante pour permettre certaines observations générales.

Celles-ci ont trait au taux de réussite beaucoup plus élevé enregistré par les dirigeants des sociétés acheteuses canadiennes lorsqu'ils visent des changements radicaux que lorsqu'ils s'efforcent de faire de firmes reconnues comme gagnantes de plus grandes gagnantes, ou de transformer en gagnantes des firmes aux résultats moyens. Étant donné, comme nous venons de le voir, que le comportement des dirigeants des sociétés acquises après l'acquisition peut, toutes choses étant égales d'ailleurs, déterminer le succès ou l'échec de celle-ci, il se peut que les différences de comportement constatées s'expliquent, en partie du moins, par les résultats dont faisaient état les sociétés en question avant l'acquisition.

Examinons en premier lieu le cas des sociétés qui étaient antérieurement des perdantes. Les dirigeants de firmes dont les recettes sont constamment inférieures à la moyenne de leur secteur ne peuvent guère être entièrement satisfaits de la situation, ou totalement confiants en l'avenir. S'il existe des dirigeants susceptibles de voir d'un bon œil – et peut-être même de solliciter – une prise de contrôle de leur société, il s'agit sans aucun doute des dirigeants de firmes perdantes. C'est aussi dans cette catégorie de firmes que les chances sont les plus grandes de trouver des subordonnés prêts à transférer leur allégeance et leur soutien à une nouvelle équipe de gestion, qui plus est, avec enthousiasme. Il est donc raisonnable de supposer, en attendant de vérifier cette hypothèse, qu'on risque moins de rencontrer du ressentiment, de l'obstination ou d'autres attitudes fâcheuses chez les dirigeants de firmes acquises et chez leurs subordonnés lorsque tous les intéressés reconnaissent qu'il faut faire quelque chose, et qu'un changement fondamental s'impose probablement.

Dans les firmes acquises qui peuvent faire état de recettes supérieures ou même égales à la moyenne, l'attitude prédominante sera sans doute entièrement différente. Les dirigeants ou le personnel d'une firme gagnante n'ont aucune raison d'éprouver le besoin d'un recours à une aide ou à une direction extérieures, bien au contraire. Par conséquent, ce serait beaucoup leur demander que de s'attendre à ce qu'ils fassent un accueil triomphal aux dirigeants de la société acheteuse, ou à ce qu'ils en adoptent sans aucune question les nouvelles façons de faire. Quant aux dirigeants de firmes faisant état de résultats moyens et à leurs subordonnés, qui sont sans doute moins satisfaits d'eux-mêmes, ils trouveront peut-être moins vexante l'arrivée de nouveaux patrons, mais ils n'éprouveront eux aussi qu'un enthousiasme limité pour le nouveau régime. Il ne s'agit une fois de plus que de suppositions, mais elles ne sont pas sans fondement. Elles reposent sur les renseignements tirés de notre échantillon de firmes acquises et devraient pour le moins stimuler de nouvelles recherches.

Facteurs plus généraux tenant aux structures canadiennes

Les résultats des acquisitions canadiennes sur le plan de la rentabilité, dont nous avons plus haut examiné la gamme, se ramènent globalement à une somme nulle : la rentabilité se trouve améliorée à peu près aussi souvent qu'elle ne se détériore, la situation restant inchangée dans le reste des cas (2/2/1), et aucun changement statistiquement significatif n'est enregistré dans la performance moyenne. Il semble donc que, pour chaque acquisition suivie d'une évolution dans laquelle les facteurs positifs l'emportent sur les facteurs négatifs, il s'en rencontre une autre où c'est le contraire. (En d'autres cas, moins nombreux, les forces adverses s'annulent mutuellement.) Le contraste entre cette situation et les résultats plus défavorables mentionnés précédemment donne à penser qu'au Canada, d'autres facteurs, plus généraux, influent peut-être sur les firmes et sur les différentes branches d'activité, ce qui aurait eu ces dernières décennies des conséquences quelque peu différentes de ce qui se passait dans des pays comparables.

Les dirigeants sont les principaux acteurs de toute prise de contrôle, mais c'est précisément parce qu'ils peuvent de façon plausible tenir un rôle dans un contexte donné, et un tout autre dans un contexte différent, qu'il est si difficile d'évaluer leur action[7]. Dans le genre de scénario décrit au sujet de la firme par les théoriciens de « l'école fondée sur la gestion », comme Marris [1964], les dirigeants jouissent d'une grande autonomie et de nombreux pouvoirs discrétionnaires. Se trouvant en position relativement sûre tant qu'ils obtiennent des bénéfices suffisants pour satisfaire les actionnaires et faire en sorte qu'ils ne vendent pas leurs actions, ils ont tendance à affecter les ressources résiduelles de la firme à la croissance, plutôt qu'à la maximisation des profits, pour la simple raison qu'à partir d'un certain point c'est la croissance, plus que les bénéfices, qui leur assure une combinaison optimale de gains, tant matériels que psychiques, et de sécurité. Il n'y a qu'un pas entre la décision de poursuivre la croissance (sous réserve des exigences de profit mentionnées plus haut) et des acquisitions imprudentes qui ne répondent pas aux intérêts réels des actionnaires. Au contraire, soulignent les théoriciens du marché du contrôle des sociétés, la prise de contrôle, censée permettre aux dirigeants d'accroître leur propre importance, est en réalité l'instrument du châtiment pour ceux d'entre eux qui se contentent de « satisfaire » les actionnaires au lieu de maximiser leur richesse. Jensen et Ruback [1983] sont très clairs à ce sujet :

> . . . Le fait que des équipes de gestion se disputent le droit de gérer les ressources empêche les dirigeants de trop s'écarter de la maximisation de la richesse des actionnaires

> et constitue le mécanisme qui permet des économies d'échelle ou d'autres effets de synergie grâce à la combinaison ou à la réorganisation du contrôle et de la gestion des ressources de l'entreprise [p. 6].

Selon l'idée que l'on se fait a priori du monde de l'entreprise, on peut voir dans les dirigeants soit des agents qui soignent leurs propres intérêts aux dépens de ceux des actionnaires en réalisant, entre autres, des acquisitions davantage calculées pour renforcer leur empire que pour être rentables, soit des agents qui convoitent le privilège de prendre la place d'autres dirigeants ayant précisément ce comportement. Jensen et Ruback estiment que les dirigeants répondent généralement à cette dernière description, au bénéfice des actionnaires. Comme nous l'avons mentionné déjà, Roll [1986] s'élève contre cette vue, de même que plusieurs autres partisans de la théorie fondée sur la gestion, mais pour des raisons qui lui sont particulières. Il estime en effet que les dirigeants, portés à la vanité, persistent dans l'idée erronée qu'ils connaissent mieux que le marché la vraie valeur des firmes cibles, et qu'ils tendent par conséquent à être victimes de la « malédiction du vainqueur », au détriment des actionnaires.

Le fait que les actifs acquis semblent de moindre rentabilité après leur acquisition qu'ils ne l'étaient auparavant signifie en réalité que les dirigeants qui cherchent à édifier un empire réussissent assez bien à tenir en échec ceux de leurs homologues qui sont soucieux de réformes et de remise en ordre. Les renseignements dont on dispose donnant à penser que la situation est plutôt moins décourageante au Canada, il faut se demander si les structures canadiennes ont des traits distinctifs susceptibles d'influer sur le comportement des dirigeants en tant que gardiens des intérêts des gestionnaires.

Deux aspects de la situation canadienne ont une importance particulière à cet égard. En premier lieu, si l'on exclut les firmes en propriété exclusive (soit canadiennes, soit filiales de sociétés étrangères) dont les actions ne sont pas mises sur le marché, la proportion de firmes pouvant faire l'objet d'une prise de contrôle est plus faible au Canada que dans certains pays d'économie comparable, les États-Unis par exemple. Il se peut donc qu'au Canada les dirigeants aient tout simplement moins d'occasions de se laisser aller à l'ambition d'édifier un empire, ce qui pourrait les inciter à la prudence. En deuxième lieu, le capital des sociétés dont les actions sont mises sur le marché est probablement moins largement réparti, et peut-être beaucoup moins, au Canada que dans les pays comparables. Il l'est en tout cas moins qu'aux États-Unis. Les dirigeants canadiens, en tant que groupe, exerceraient donc (ou considéreraient qu'ils exercent) leurs fonctions sous l'œil d'actionnaires moins nombreux mais plus vigilants, c'est-à-dire qu'ils seraient soumis à un contrôle plus étroit que leurs homologues d'autres pays. On peut donc s'attendre à ce qu'ils soient généralement plus soucieux des intérêts des actionnaires, c'est-à-dire qu'ils aient moins tendance à se lancer dans des acquisitions mal calculées.

De manière plus générale, toute différence entre les structures mise de côté, il se pourrait aussi que les théories adverses sur le rôle des dirigeants dans les prises de contrôle – la théorie fondée sur la gestion et celle du marché du contrôle des sociétés – soient moins inconciliables que leurs fervents partisans ne veulent le faire croire. La nature humaine étant ce qu'elle est, il se peut qu'un dirigeant soit mû simultanément par des motifs quelque peu contradictoires, par exemple le désir de se tailler un empire et celui de supplanter d'autres dirigeants qui cèdent trop facilement (et trop irrationnellement) au même désir. C'est d'autant plus vraisemblable que les personnes en question peuvent, avec une certaine vanité, s'imaginer qu'elles sauront réussir là où d'autres ont échoué. Pour elles, cela n'a rien d'incohérent. Dans un certain type de structures, le premier motif pourrait se révéler le plus fort; dans un autre, ce serait le second. Au Canada, plus peut-être qu'en d'autres pays, les deux motifs semblent s'être équilibrés ces dernières décennies.

6 Conclusion : un programme de recherche

L'analyse présentée ici devrait donner à réfléchir aux Canadiens (voire des gens d'autres pays) qui affirment qu'une entreprise doit absolument atteindre une certaine taille pour être compétitive dans l'économie mondiale actuelle. Aucune objection ne venant à l'esprit de quiconque lorsque cette taille est atteinte grâce à une efficience supérieure, les Canadiens susmentionnés se déclarent implicitement – et parfois explicitement – en faveur d'une expansion par la voie d'acquisitions. Ce n'est que par une telle croissance, prétendent-ils, que les sociétés peuvent réunir les ressources financières considérables nécessaires pour répondre aux exigences de la technologie moderne et pour réaliser des investissements à long terme dont le rendement sera inévitablement faible dans une première période.

Il n'entre pas dans le cadre de cette étude d'examiner comment les faibles rendements liés aux innovations technologiques jugées nécessaires pour assurer la compétitivité peuvent être distingués de ceux qui ont l'inefficience pour cause, de façon à prendre les mesures qui s'imposent dans l'un et l'autre cas. Il est encore moins dans notre intention de passer en revue toute la gamme des problèmes auxquels le gouvernement devra faire face à mesure que les difficultés mentionnées dans l'introduction se cristalliseront au cours des années 90. Ce serait en tout cas prématuré. Bien que les analystes qui ont pour tâche de proposer des politiques ne puissent attendre que tous les faits soient connus pour remplir leur fonction, comme le feraient des historiens, il est nécessaire de réunir plus de données concernant le Canada que l'on n'en a encore sur l'organisation mondiale qui se dessine. La détermination des questions à étudier et leur formulation sous forme d'hypothèses vérifiables, la description des données indispensables, leur collecte si elles sont disponibles et leur production dans le cas contraire, tout cela constitue une part importante de la contribution précieuse que peut apporter l'analyste dans la conjoncture présente. Une part importante, mais non la totalité : il se pose aussi des questions de moindre ampleur qui pourraient être examinées sans attendre, et d'une manière telle que les résultats facilitent et complètent les recherches ultérieures. C'est vers plusieurs de ces questions que nous nous tournons à présent.

Perte d'information

S'il est vrai, selon les constatations de nombreux analystes et les nôtres mêmes, que l'acquisition d'autres firmes ne constitue pas pour les sociétés une forme d'expansion particulièrement prometteuse, que doit faire le gouvernement ? Il ne peut pas davantage obliger les dirigeants d'entreprises (ou toute autre personne) à faire preuve de prudence et de sagesse qu'il ne peut imposer des principes moraux, mais l'une des choses qu'il peut et doit faire est de veiller à l'établissement de conditions telles que les actionnaires présents et futurs, ainsi que les autres intervenants du marché des capitaux, soient bien informés de ce qui se passe dans le secteur de l'entreprise, de façon à pouvoir agir en connaissant mieux les conséquences probables des différentes lignes de conduite possibles. On peut raisonnablement supposer que le marché des capitaux est d'autant plus efficient que la situation est mieux connue, mais il est aussi probable que plus les dirigeants d'entreprises auront l'impression d'être dans une maison de verre (sous l'observation constante des actionnaires, mais non des concurrents), mieux ils serviront les intérêts des actionnaires.

La perte d'information due aux prises de contrôle suscite des inquiétudes au Canada depuis un certain temps déjà [voir Gorecki, 1979; Khemani, 1988], et il ne fait aucun doute que la présente vague d'acquisitions cause de nouveaux dommages. Le problème est beaucoup moins grave dans le cas des acquisitions partielles que dans celui des nombreuses acquisitions totales, où les actions des firmes acquises cessent d'être échangées et où leurs résultats sont intégrés aux états financiers des sociétés mères. Une comparaison de l'information dite « segmentée » fournie sur de telles filiales par les rapports annuels de nombreuses sociétés mères canadiennes, en particulier ceux des conglomérats, avec celle que les firmes en question fournissaient lorsqu'elles publiaient leurs propres rapports annuels donnerait une indication valable de l'ampleur de la perte. Le gouvernement fédéral ainsi que les gouvernements provinciaux et les commissions des valeurs mobilières ne manquent pas de précédents sur lesquels s'appuyer pour prendre des mesures correctrices efficaces.

Administration des sociétés et dispositifs de protection contre les prises de contrôle

Parmi les idées avancées dans le contexte de la récente vague de prises de contrôle, plusieurs concernent la restructuration du conseil d'administration des sociétés et la redéfinition de son rôle en vue de mieux protéger les

droits des actionnaires, et particulièrement des actionnaires minoritaires. Autre innovation récente, des dispositifs variés (tels que « pilules empoisonnées » et « chantage à l'OPA ») ont été adoptés par les dirigeants pour décourager des candidats importuns [voir Coffee *et al.*, 1988]. Étant donné la nouveauté et la complexité de ces idées et de ces dispositifs, les autorités canadiennes seraient bien avisées de les examiner avec le plus grand soin, en particulier les derniers, avant d'imiter les autorités américaines qui se sont hâtées d'adopter des règlements nouveaux, souvent sans précédent, dont le bien-fondé et la légalité restent à démontrer. Avant d'envisager l'adoption de quelconques mesures réglementaires visant à restreindre les acquisitions de sociétés, les Canadiens doivent en comprendre mieux les conséquences probables, ainsi que les effets du phénomène d'acquisition dans son ensemble, lesquels sont loin de se borner à la rentabilité.

Effets de redistribution des prises de contrôle

Il est bien connu que les intérêts des actionnaires ne sont pas les seuls à être touchés par une acquisition de société. L'utilisation qui est faite par la suite des ressources de la firme acquise a des effets directs sur le bien-être des travailleurs et des autres intervenants, comme les créanciers et les fournisseurs. L'attention a été dernièrement attirée aux États-Unis par plusieurs prises de contrôle qui ont été suivies – parfois sous la protection d'un tribunal de la faillite – de la renégociation de conventions collectives, au grand détriment des travailleurs concernés. Ces affaires ont été étudiées par Shleifer et Summers [1988]. Après une analyse plus poussée de ce qui se passe aux États-Unis, Brown et Medoff [1988] concluent toutefois que les conséquences sont en général moins spectaculaires. Il semble que les faits comparables survenus au Canada n'aient pas été étudiés; il faudra combler cette lacune. Faute de savoir dans quelle mesure les acquisitions canadiennes ont été suivies de transferts entre les actionnaires, les travailleurs et les autres parties concernées, et dans quel sens se sont faits ces transferts, la rentabilité relative après acquisition ne constitue pas seulement une mesure de rendement inadéquate, elle peut même être trompeuse.

Effets des prises de contrôle sur la R-D

Aucune étude ne semble avoir été réalisée au Canada sur la question très spécifique mais importante des effets des acquisitions sur le comportement des firmes concernées en matière de recherche-développement. Après une analyse approfondie de la situation américaine, Hall [1988] constate qu'au total ces effets ne sont pas significatifs.

Prises de contrôle opérées par les conglomérats

En laissant de côté l'aspect quantitatif du phénomène, très variable selon le pays, on doit centrer l'étude des effets qualitatifs de la diversification des activités des grandes entreprises multidivisionnelles (de type M) sur la question suivante : Quel genre de firme est le mieux en mesure de soutenir la concurrence dans le contexte de la mondialisation ? La rentabilité des conglomérats américains au cours des dernières décennies – remarquable jusqu'au milieu des années 70, lamentable depuis lors – a suscité de vives et nombreuses discussions quant à l'efficience de ce type d'entreprise. Les conglomérats canadiens n'ont guère retenu l'attention des analystes, bien que ce groupe, dominé par une douzaine de firmes, ait doublé d'importance dans l'ensemble des entreprises canadiennes entre le milieu des années 70 et le milieu des années 80, sa part des actifs et des recettes passant d'environ 10 % à environ 20 %. Grâce à cette croissance sans précédent, les conglomérats canadiens occupent dans l'économie nationale une place rarement égalée dans les autres pays.

Impôts et prises de contrôle

De même que les règles relatives à la déductibilité des intérêts, les règles fiscales concernant les déductions pour amortissement et les provisions pour pertes ont été considérées par certains (nous l'avons vu au chapitre 2) comme de nature à inciter les sociétés à acquérir d'autres firmes par des opérations qu'elles n'auraient pas entreprises autrement. De ce fait, il a été proposé d'apporter diverses modifications au code fiscal. Auerbach et Reishus [1988] ont récemment examiné cette question dans le contexte américain, mais on ne sait à peu près rien de la situation canadienne à cet égard.

Prises de contrôle et concentration de l'industrie canadienne

Les questions abordées sous cette rubrique figurent probablement parmi les plus importantes auxquelles le gouvernement du Canada ait à faire face en raison du phénomène des prises de contrôle. L'économie canadienne a longtemps été l'une des plus concentrées du monde occidental, ce qui amène à s'interroger : Les prises de contrôle ont-elles accentué cette concentration ? Si tel est le cas, cela

a-t-il de l'importance, vu l'ouverture accélérée de l'économie canadienne sur le reste du monde ? La question n'est pas seulement très importante du point de vue des politiques, elle est aussi exceptionnellement controversée sur le plan analytique. De même que la rentabilité des acquisitions a suscité de nombreuses recherches, les études n'ont pas manqué pour ce qui est des effets des acquisitions sur les coefficients de concentration de divers pays ou de la relation entre coefficient de concentration, d'une part, et efficience industrielle et équité économique, d'autre part (voir l'importante bibliographie établie par Fairburn et Kay [1989]). Malheureusement, le cas de notre pays, sans avoir été totalement négligé, n'occupe pas une place de premier plan dans ces recherches. Étant donné que l'économie du Royaume-Uni, comme celle du Canada, peut être décrite comme une petite économie ouverte (ce qui signifie essentiellement qu'elle subit davantage les effets de l'attitude de ses nombreux partenaires commerciaux qu'elle ne peut influer sur eux), les recherches menées dans ce pays s'appliqueront sans doute mieux à la situation canadienne que celles des Américains (une fois n'est pas coutume).

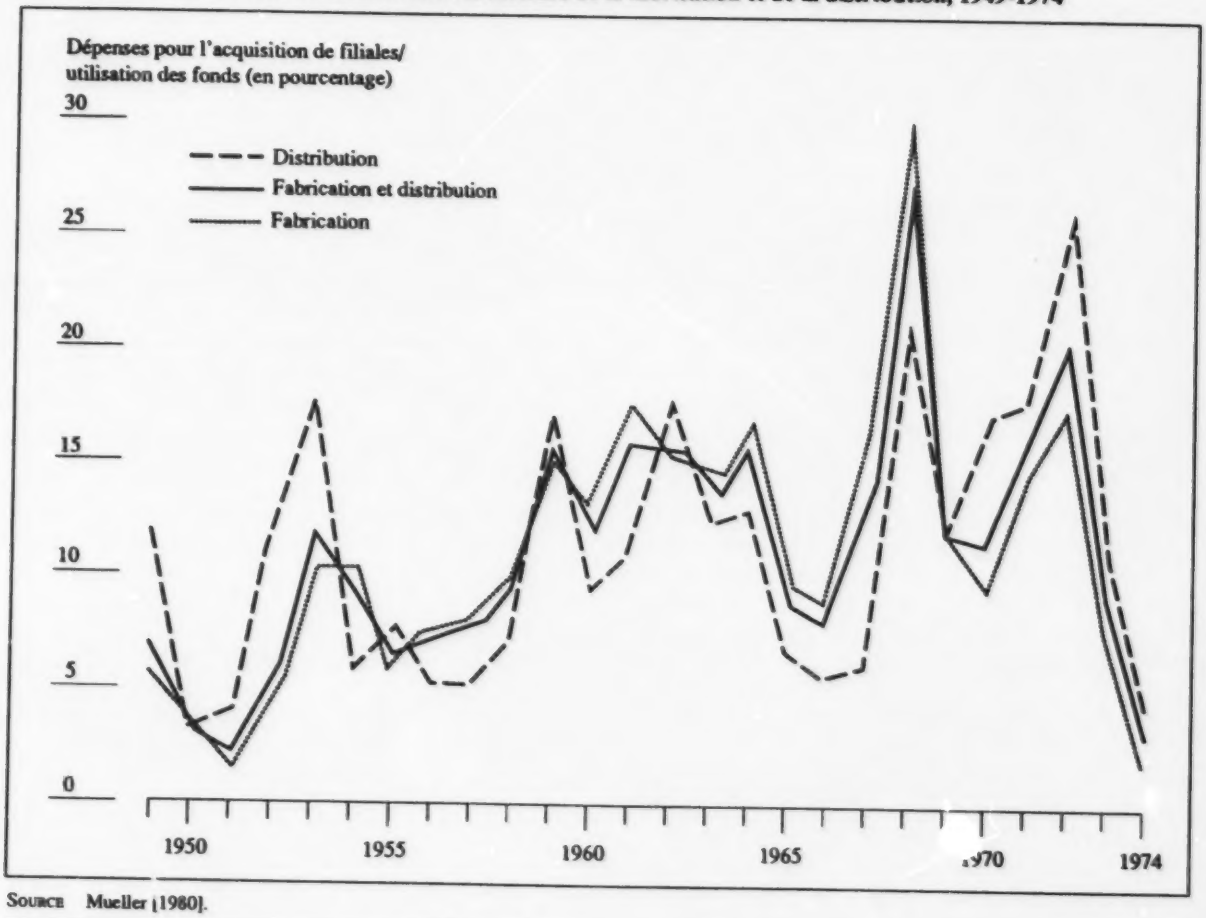
Dans leur étude, Fairburn et Geroski [1989] signalent que les recherches récentes semblent indiquer – sans toutefois l'établir – que, dans un secteur donné, l'importance de la part de marché compte davantage qu'une forte concentration, et qu'elle a pour conséquences à long terme une diminution d'efficience et la perpétuation de profits monopolistiques. Dans la mesure où les acquisitions contribuent à élargir les parts de marché – et il est très probable que les acquisitions horizontales au moins aient cet effet – toute constatation similaire ressortant des recherches menées sur la situation canadienne au cours des dernières décennies aurait d'importantes répercussions sur la politique en matière de concurrence. Près de trois ans se sont écoulés depuis qu'une « défense de l'efficience » a été explicitement introduite dans la législation canadienne de la concurrence. Même s'il faut s'attendre à ce que la plupart des données qu'on obtiendrait ainsi portent sur des acquisitions antérieures à la modification de la loi, elles apporteraient des informations utiles sur le lien entre les acquisitions et l'affectation efficiente des ressources, pour ne rien dire des effets possibles des acquisitions en matière d'équité.

Tout comme l'application à l'étude de la rentabilité des acquisitions d'une approche fondée sur l'organisation industrielle, ce type de recherches a de multiples antécédents méthodologiques. Les années 80, cependant, ont vu s'imposer une manière très différente et plus instructive de considérer les secteurs oligopolistiques, nombreux au Canada. Selon une vision du monde fondée sur les « marchés disputables », ce qui compte pour l'efficience et l'équité des structures industrielles (sous réserve de certaines conditions techniques), c'est que des firmes extérieures *puissent* facilement pénétrer sur ces marchés et en sortir si elles le souhaitent. Lorsque c'est le cas, les firmes en place, si oligopolistique que soit leur position, sont forcées de se comporter comme si elles se trouvaient sur un marché concurrentiel. Que l'approche des marchés disputables « révolutionne » réellement la théorie de la firme comme le prétendent ses partisans les plus ardents, ou que son apport soit en partie illusoire, comme l'affirment ses détracteurs, il n'est guère besoin de souligner l'importance des questions qu'elle pose quant à la politique à adopter au Canada, dont les industries oligopolistiques sont de plus en plus ouvertes sur le monde.

Appendice A

Graphique A-1

Dépenses pour l'acquisition de filiales en pourcentage de l'utilisation totale des fonds par des compagnies du Royaume-Uni inscrites en bourse dans les secteurs de la fabrication et de la distribution, 1949-1974



SOURCE Mueller [1980].

Notes

Chapitre 1

1 Dans l'abondante documentation qui existe sur la rentabilité globale des acquisitions d'entreprises, on ne fait ordinairement pas de distinction entre « fusion » et « prise de contrôle », bien que celle-ci soit souvent plus « inamicale » que celle-là. Dans la présente étude, nous nous en tenons aux acceptions usuelles, et ces deux expressions, ainsi que le générique « acquisition », ont donc valeur de synonymes.

Chapitre 3

1 Un quatrième genre, l'acquisition « concentrique », est brièvement examiné au chapitre 5.

Chapitre 4

1 Eckbo [1988] résume bien ce modèle dans sa version sans doute la plus courante.

Chapitre 5

1 Fisher et McGowan [1983] en sont encore un exemple éloquent.

2 Ils ont également utilisé la base de données de l'Université Laval.

3 La fonction analytique du groupe témoin est de représenter avec autant d'exactitude que possible la contrepartie de l'échantillon à l'étude. Du fait même de leur acquisition, il est impossible de savoir quelle aurait été la performance des entreprises de l'échantillon. La distinction essentielle entre chaque entreprise de l'échantillon et sa contrepartie dans le groupe témoin est que la première a été acquise et la seconde non. La performance de celle-ci pendant la période qui suit la fusion est donc prise comme mesure indiquant quelle aurait probablement été la performance de l'entreprise acquise si elle n'avait pas changé de mains. Cela ne signifie pas, et ne saurait signifier, que les entreprises ayant enregistré une détérioration ou une amélioration de leur performance après l'acquisition n'auraient pas affiché une détérioration ou une amélioration, selon le cas, encore plus marquée, s'il n'y avait pas eu prise de contrôle. L'une ou l'autre de ces situations exclues, si elles étaient connaissables, modifieraient notre idée de l'effet de la prise de contrôle. Mais le fait est qu'elles demeurent inconnaissables, et nous devons par conséquent nous contenter de ce qui est connu, c'est-à-dire les performances observables des entreprises acquises et de leurs contreparties desquelles elles ne diffèrent que sur un point essentiel.

4 Les résultats fondés sur le critère d'austérité de Jog et Riding ont également été calculés et sont disponibles sur demande. Comme il faut s'y attendre, la proportion des entreprises qui tombent dans la catégorie « ambiguë » demeure importante.

5 Ainsi la centaine d'acquisitions partielles examinées n'ont, en définitive, rien ajouté à la richesse du Canada. Ce constat ne doit pas être interprété comme une preuve que les prises de contrôle canadiennes continuent jusqu'au moment où les forces du marché réduisent à zéro leur rendement net (c'est-à-dire le changement de rentabilité). Pareille conclusion ne serait valable que si le rendement marginal des prises de contrôle était égal à leur rendement moyen, ce qui ne pourrait se produire que si les rendements marginal et moyen étaient toujours égaux entre eux et égaux aussi à zéro. Cette possibilité n'a été mentionnée nulle part dans l'abondante documentation sur le rendement des prises de contrôle que nous avons examinée dans le cadre de la présente recherche. Nous pouvons, sans grand risque, supposer qu'elle aurait été évoquée s'il y avait eu une quelconque raison théorique ou empirique de le faire. De plus, notre propre recherche ne fait ressortir aucune raison qui puisse donner quelque de vraisemblance à cette possibilité, bien au contraire.

Comme nous l'avons vu, beaucoup de faits, provenant de plusieurs pays, montrent que le rendement moyen des prises de contrôle est, plus souvent qu'autrement, soit négatif, soit zéro, comme dans le cas qui nous intéresse. Loin d'indiquer un bon fonctionnement général des forces du marché – qui, en principe, sont censées décourager la continuation des activités économiques au-delà de leur point de non-rentabilité nette – ces faits donnent plutôt à penser que les prises de contrôle, considérées comme phénomène économique, tendent à se poursuivre bien au-delà de ce point. C'est précisément parce qu'un certain nombre de prises de contrôle ont un rendement marginal négatif que le rendement moyen (dont la fonction a la forme d'un « U » renversé) baisse à zéro. Que cela tienne à ce que Roll [1986] appelait la vanité des dirigeants de l'entreprise acheteuse ou à d'autres facteurs, nous ne pourrons réellement le savoir sans beaucoup d'autres recherches.

6 Ces résultats laissent sans réponse la question de la performance enregistrée par les entreprises individuelles en fonction de l'ensemble des différentes mesures de performance,

notamment les mesures boursières de rendement et les mesures comptables de rendement aux actionnaires. Cette question, si intéressante soit-elle, déborde le cadre de la présente étude. Nous pensons néanmoins pouvoir avancer, sur la foi d'un examen cursif des résultats, que l'écart entre les mesures pourrait bien s'avérer considérable.

7 S'il est vrai que ce bref exposé de la question, de même que certaines de ces conclusions, pourrait servir utilement dans une recherche destinée à vérifier la théorie de la mégalomanie des auteurs des prises de contrôle, il faut se garder de l'y assimiler. Un tel travail exigerait que l'on fasse l'examen des répercussions des prises de contrôle sur la situation de fortune des entreprises acheteuses et, il va sans dire, sur celle de leurs dirigeants. Il faudrait aussi, entre autres choses, vérifier la possibilité que la médiocre performance post-acquisition des entreprises acquises tienne à des manœuvres comme le dépouillement de leurs éléments d'actif.

Liste des tableaux et des graphiques

Tableaux

5-1 Variations du rendement des actions sur le marché boursier, entreprises canadiennes objet d'une acquisition partielle, 1971-1981 28
5-2 Variations du taux de rendement net de l'actif compte tenu du risque, entreprises canadiennes objet d'une acquisition partielle, 1963-1983 31
5-3 Variations du taux de rendement net aux actionnaires compte tenu du risque, entreprises canadiennes objet d'une acquisition partielle, 1963-1983 33
5-4 Variations du taux de rendement net de l'actif compte tenu du risque, entreprises canadiennes objet d'une acquisition partielle, acquéreurs étrangers et nationaux, 1963-1983 34
5-5 Variations du taux de rendement net de l'actif compte tenu du risque, entreprises canadiennes objet d'une acquisition partielle, acquisitions horizontales et non horizontales, 1963-1983 34
5-6 Situation pré-acquisition des entreprises canadiennes objet d'une acquisition partielle, 1963-1983 35
5-7 Situation pré-acquisition des entreprises canadiennes objet d'une acquisition partielle par rapport au rendement post-acquisition, 1963-1983 35
5-8 Rendement post-acquisition des entreprises canadiennes objet d'une acquisition partielle par rapport à la situation pré-acquisition, 1963-1983 35

Graphiques

2-1 Nombre annuel de fusions et d'acquisitions aux États-Unis : séries Nelson, séries Thorpe, séries « générales » de la FTC et séries « nationales » M & A, 1895-1985 8
2-2 Nombre annuel de fusions et d'acquisitions aux États-Unis et valeur réelle de l'actif acquis : séries « grandes entreprises » de la FTC pour les secteurs manufacturiers et miniers, 1948-1979 9
2-3 Nombre d'acquisitions au Canada et à l'étranger, 1945-1987 10
2-4 Nombre d'acquisitions au Canada et aux États-Unis, 1945-1987 11
3-1 Différence d'anticipation des actionnaires envers une entreprise 16
3-2 Décalage optimiste de l'anticipation des non-actionnaires 17
3-3 Décalage pessimiste de l'anticipation des actionnaires 17
A-1 Dépenses pour l'acquisition de filiales en pourcentage de l'utilisation totale des fonds par des compagnies du Royaume-Uni inscrites en bourse dans les secteurs de la fabrication et de la distribution, 1949-1974 45

Bibliographie

Adams, Walter et Brock, James W. [1988]. *The Bigness Complex*, New York, Pantheon.

Auerbach, Alan et Reishus, David [1988]. « The effects of taxation in the merger decision », dans *Corporate Takeovers: Causes and Consequences*, sous la direction de Alan Auerbach, Chicago, University of Chicago Press.

Bartley, Jon W. et Boardman, Calvin W. [1986]. « Replacement-cost-ajusted valuation ratio as a discriminator among takeover target and nontarget firms », *Journal of Economics and Business*, vol. 38, p. 44-55.

Berle, Adolf A. et Means, Gardner C. [1932]. *The Modern Corporation and Private Property*, New York, Macmillan.

Boyle, Stanley [1970]. « Pre-merger growth and profit characteristics of large conglomerate mergers in the United States, 1948-1968 », *St. John's Law Review*, vol. 44, p. 152-170.

Brealey, Richard et Myers, Stewart [1984]. *Principles of Corporate Finance*, 2e éd., New York, McGraw-Hill.

Brown, Charles et Medoff, James L. [1988]. « The impact of firm acquisitions on labour », dans *Corporate Takeovers: Causes and Consequences*, sous la direction de Alan Auerbach, Chicago, University of Chicago Press, p. 9-25.

Burrough, Bryan et Helyar, John [1989]. *Barbarians at the Gate: The Fall of RJR Nabisco*, New York, Harper & Row.

Calvet, A. L. et Lefoll, J. [1985*a*]. « The market for corporate acquisition in Canada – Part I », travaux de l'Association des sciences administratives du Canada, Montréal, vol. 6, p. 206-212.

_____ [1985*b*]. « The market for corporate acquisition in Canada – Part II », travaux de l'Association des sciences administratives du Canada, Montréal, vol. 6, p. 239-256.

Caves, Richard E. [1988]. « Mergers, takeovers and economic efficiency: foresight vs. hindsight », document de travail n° 1405, Harvard Institute of Economic Research.

Chandler, Alfred D., Jr. [1962]. *Strategy and Structure: Chapters in the History on the Industrial Enterprise*, Cambridge, M.I.T. Press.

Coffee, John C., Jr., *et al.* [1988]. *Knights, Raiders and Targets: The Impact of the Hostile Takeover*, New York, Oxford University Press.

Conn, R. L. [1976]. « The failing firm/industry doctrines in conglomerate mergers », *Journal of Industrial Economies*, vol. 24, p. 181-187.

Corporate Takeovers: Causes and Consequences [1988*b*]. Sous la direction de Alan Auerbach, Chicago, University of Chicago Press.

Eckbo, B. Espen [1988]. « The market for corporate control: policy issues and capital market evidence », dans *Mergers, Corporate Concentration and Power in Canada*, sous la direction de R. S. Khemani *et al.*, Halifax, Institute for Research on Public Policy.

Fairburn, James et Geroski, Paul [1989]. « The empirical analysis of market structure and performance », dans *Mergers and Merger Policy*, sous la direction de James Fairburn et John Kay, Oxford, Oxford University Press.

Fisher, F. M. et McGowan, J. J. [1983]. « On the misuse of accounting rates of return to infer monopoly profits », *American Economic Review*, vol. 73, p. 82-97.

Golbe, Devra L. et White, Lawrence J. [1988*a*]. « A time-series analysis of mergers and acquisitions », dans *Corporate Takeovers: Causes and Consequences*, sous la direction de Alan Auerbach, Chicago, University of Chicago Press, p. 265-302.

_____ [1988*b*]. « Mergers and acquisitions in the U.S. economy: an aggregate and historical overview », dans *Mergers and Acquisitions*, sous la direction de Alan Auerbach, Chicago, University of Chicago Press.

Gorecki, Paul K. [1979]. « The conglomerate enterprise in Canada: evidence and policy », dans *Perspectives on the Royal Commission on Corporate Concentration*, sous la direction de Paul K. Gorecki et W. T. Stanbury, Montréal, Butterworths.

Gort, Michael [1969]. « An economic disturbance theory of mergers », *Quarterly Journal of Economics*, vol. 83, p. 624-642.

Hall, Bronwyn H. [1988]. « The effect of takeover activity on corporate research and development », dans *Corporate Takeovers: Causes and Consequences*, sous la direction de Alan Auerbach, Chicago, University of Chicago Press, p. 69-96.

Hasbrouck, Joel [1985]. « The characteristics of takeover targets », *Journal of Banking and Finance*, vol. 9, p. 351-362.

Herman, Edward S. et Lowenstein, Louis [1988]. « The efficiency effects of hostile takeovers », dans *Knights, Raiders and Targets: The Impact of the Hostile Takeover*, sous la direction de John C. Coffee *et al.*, New York, Oxford University Press, p. 211-240.

Hogarty, Thomas F. [1970]. « Profits from mergers: the evidence of fifty years », *St. John's Law Review*, vol. 44, p. 378-391.

Jacquemin, Alexis, *et al.* [1989]. *Horizontal Mergers and Competition Policy in the European Community*, Bruxelles, Commission des Communautés européennes.

Jarrell, Gregg A., *et al.* [1988]. « The market for corporate control: the empirical evidence since 1980 », *Journal of Economic Perspectives*, vol. 2, p. 49-68.

Jensen, Michael C. [1989]. « Eclipse of the public corporation », *Harvard Business Review*, vol. 67, p. 5, 61-74.

_____ [1988]. « The takeover controversy: analysis and evidence », dans *Knights, Raiders and Targets: The Impact of the Hostile Takeover*, sous la direction de John C. Coffee *et al.*, New York, Oxford University Press, p. 314-354.

Jensen, Michael C. et Ruback, Richard S. [1983]. « The market for corporate control », *Journal of Financial Economics*, vol. 11, p. 5-50.

Jog, Vijay M. et Riding, Allan L. [1988]. « Post-acquisition performance of partially acquired Canadian firms », dans *Mergers, Corporate Concentration and Power in Canada*, sous la direction de R. S. Khemani *et al.*, Halifax, Institute for Research on Public Policy, p. 233-252.

Khemani, R. S. [1988]. « The dimensions of corporate concentration in Canada », dans *Mergers, Corporate Concentration and Power in Canada*, sous la direction de R. S. Khemani *et al.*, Halifax, Institute for Research on Public Policy, p. 17-38.

Khemani, R. S., *et al.* [1988]. *Mergers, Corporate Concentration and Power in Canada*, Halifax, Institute for Research on Public Policy.

Long, William F. et Ravenscraft, David J. [1984]. « The misuse of accounting rates of return: comment », *American Economic Review*, vol. 74, p. 494-499.

Mandelker, Gershon [1974]. « Risk and return: the case of merging firms », *Journal of Financial Economics*, vol. 1, p. 303-335.

Manne, Henry G. [1965]. « Mergers and the market for corporate control », *Journal of Political Economy*, vol. 73, p. 110-120.

Markham, Jesse W. [1955]. « Survey of the evidence and findings on mergers », *Business Concentration and Public Policy*, New York, National Bureau of Economic Research.

Marris, Robin [1964]. *The Economic Theory of Managerial Capitalism*, Glencoe, Free Press.

Meeks, G. [1977]. *Disappointing Marriage: A Study of the Gains from Mergers*, Cambridge, Cambridge University Press.

Melicher, Ronald W. et Rush, David F. [1974]. « Evidence on the acquisition-related performance of conglomerate firms », *Journal of Finance*, vol. 29, p. 141-149.

Mergers and Acquisitions [1988*a*]. Sous la direction de Alan Auerbach, Chicago, University of Chicago Press.

Mergers and Merger Policy [1989]. Sous la direction de James Fairburn et John Kay, Oxford, Oxford University Press.

Mueller, Dennis C. [1980]. *The Determinants and Effects of Mergers: An International Comparison*, Cambridge, Gunn and Hain.

_____ [1977]. « The effects of conglomerate mergers: a survey of the empirical evidence », *Journal of Banking and Finance*, vol. 1, p. 315-348.

Perspectives on the Royal Commission on Corporate Concentration [1979]. Sous la direction de Paul K. Gorecki et W. T. Stanbury, Montréal, Butterworths.

Ravenscraft, David J. et Scherer, F. M. [1987]. *Mergers, Sell-Offs and Economic Efficiency*, Washington, The Brookings Institution.

Reid, Samuel R. [1971]. « A reply to the Weston/Mansinghka criticisms dealing with conglomerate mergers », *Journal of Finance*, vol. 26, p. 937-946.

_____ [1968]. *Mergers, Managers and the Economy*, New York, McGraw Hill.

Roll, Richard [1986]. « The hubris theory of corporate takeovers », *Journal of Business*, vol. 59, p. 197-216.

Salop, Steven C. [1988]. « Comment », dans *Mergers and Acquisitions*, sous la direction de Alan Auerbach, Chicago, University of Chicago Press, p. 303-307.

Scherer, F. M. [1988]. « The effects of mergers in the United States », dans *Mergers, Corporate Concentration and Power in Canada*, sous la direction de R. S. Khemani *et al.*, Halifax, Institute for Research on Public Policy, p. 227-232.

Shleifer, Andrei et Summers, Lawrence H. [1988]. « Breach of trust in hostile takeovers », dans *Corporate Takeovers: Causes and Consequences*, sous la direction de Alan Auerbach, Chicago, University of Chicago Press, p. 33-56.

Shleifer, Andrei et Vishny, Robert W. [1988]. « Value maximization and the acquisition process », *Journal of Economic Perspectives*, vol. 2, p. 7-20.

Simon, Herbert A. [1955]. « A behavioural model of rational choice », *Quarterly Journal of Economics*, vol. 69, p. 99-118.

Singh, Ajit [1975]. « Take-overs, economic natural selection, and the theory of the firm: evidence from the postwar United Kingdom experience », *Economic Journal*, vol. 85, p. 497-515.

Steiner, Peter O. [1975]. *Mergers: Motives, Effects, Policies*, Ann Arbor, University of Michigan Press.

Taggart, Robert A., Jr. [1988]. « Comment », dans *Mergers and Acquisitions*, sous la direction de Alan Auerbach, Chicago, University of Chicago Press, p. 307-309.

Walter, Gordon A. [1988]. « Strategic goals and operational problems: the implementation gap in mergers and acquisitions », dans *Mergers, Corporate Concentration and Power in Canada*, sous la direction de R. S. Khemani *et al.*, Halifax, Institute for Research on Public Policy, p. 265-298.

Weston, J. Fred et Mansinghka, Surendra K. [1971]. « Tests of the efficiency performance of acquired firms », *Journal of Finance*, vol. 26, p. 919-936.

Williamson, Oliver E. [1970]. *Corporate Control and Business Behaviour*, Englewood Cliffs, Prentice-Hall.